

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 24

DÉCEMBRE 1995

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

Aux États-Unis, l'activité a marqué des signes de ralentissement en octobre, après la vive hausse du troisième trimestre. Aucun indice de redressement ne se manifeste au Japon, tandis que la dégradation de la conjoncture observée au Royaume-Uni et en Allemagne depuis plusieurs mois se prolonge. Le rythme de l'expansion est demeuré soutenu en Espagne et s'est accéléré en Italie au troisième trimestre. Les taux d'intérêt à long terme se sont détendus dans tous les pays. L'évolution des prix de détail est restée, dans l'ensemble, modérée, sauf en Italie.

L'évolution des principales devises en novembre

Stable pendant la plus grande partie du mois, le dollar a progressé de 1,7 % face aux principales devises européennes au cours de la dernière semaine, dans un contexte d'anticipations de réductions des taux d'intérêt en Europe et de vigueur du marché obligataire américain. Le yen s'est sensiblement raffermi. La livre sterling s'est affaiblie, atteignant un plus bas niveau historique contre franc et contre deutschemark. Au sein du Système monétaire européen, les devises dont les rendements obligataires sont les plus élevés (lire, peseta et surtout couronne suédoise) se sont sensiblement appréciées. Le deutschemark s'est légèrement affaibli, en liaison avec des anticipations de baisse des taux d'intérêt. Le mouvement de renforcement du franc initié le 26 octobre, après le discours du Président français réaffirmant la priorité accordée par le gouvernement à la réduction des déficits et à la réalisation de la monnaie unique, s'est poursuivi durant la plus grande partie du mois ; l'extension des grèves dans le secteur public a toutefois pesé sur la monnaie française à partir des deux derniers jours de la période sous revue.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en novembre

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque, la production industrielle a peu varié dans l'ensemble. Si des progrès ont été enregistrés dans les biens d'équipement professionnels et les industries agro-alimentaires, l'activité est restée inchangée dans les biens de consommation et a encore fléchi dans les biens intermédiaires. Le taux d'utilisation des capacités de production a, une nouvelle fois, diminué.

La demande globale s'est tassée. Sur le marché intérieur, la demande interindustrielle est toujours atone ; la demande finale marque le pas. Les commandes en provenance de l'étranger, moins dynamiques qu'au cours des mois précédents, enregistrent, toutefois, encore quelques progrès (notamment dans les biens d'équipement professionnels) sur les marchés d'Amérique du Nord et d'Asie du Sud-Est ; en Europe, les ventes subissent le ralentissement conjoncturel, surtout en Allemagne.

Les carnets de commandes apparaissent peu garnis dans l'ensemble. Ils sont jugés proches de la normale dans les biens d'équipement professionnels et les industries agro-alimentaires, mais nettement insuffisants dans les biens intermédiaires et les biens de consommation. Les stocks se sont encore alourdis et sont considérés comme supérieurs à la normale dans la plupart des secteurs ; dans l'automobile, ils sont fortement excédentaires.

Compte tenu des nouveaux progrès attendus dans les biens d'équipement professionnels, la production devrait être un peu mieux orientée au cours des prochains mois.

Les prix des produits finis sont demeurés stables dans l'ensemble. Des baisses ont été observées dans quelques secteurs des biens intermédiaires (papier-carton). Ailleurs, la stabilisation, voire la diminution, du coût des matières premières a contribué à un certain allègement des charges d'exploitation.

Les programmes d'investissement pour 1995 sont en cours d'achèvement mais, pour 1996, l'attentisme prévaut. S'agissant des programmes d'une certaine importance, les chefs d'entreprise attendent une reprise indiscutable de la demande. Les dépenses actuellement retenues concernent essentiellement l'amélioration de la productivité ou le maintien en l'état des équipements existants.

L'activité commerciale s'est nettement redressée en novembre ; cette évolution n'a toutefois qu'en partie effacé le repli enregistré en octobre.

Les effectifs se sont légèrement contractés dans la plupart des secteurs de l'industrie, à l'exception des industries agro-alimentaires où ils se sont stabilisés ; le recul a été marqué dans l'automobile. Ils n'ont pas varié dans le commerce et les services marchands mais ont diminué dans le bâtiment. Les chefs d'entreprise recourent toujours aux contrats à durée déterminée ou à l'intérim pour s'adapter à l'évolution de la demande ; compte tenu du ralentissement actuel de l'activité, l'orientation de l'emploi s'inscrit à la baisse (non renouvellement de contrats à durée déterminée, récupération d'heures dans le cadre de modulation annuelle d'horaires, chômage partiel).

La balance des paiements en septembre

En données FAB-FAB, l'*excédent commercial* s'inscrit dans la ligne des résultats des six derniers mois (7,9 milliards de francs, contre une moyenne de 8,3 milliards). Néanmoins, la moyenne trimestrielle de l'excédent, qui atteignait 9,8 milliards de francs au premier comme au deuxième trimestre, sous l'effet des fortes ventes de biens d'équipement professionnels, est revenue à 6,8 milliards au troisième trimestre en raison du tassement des exportations survenu en juillet. En données brutes et sur neuf mois cumulés, l'écart, d'une année à l'autre, s'établit à 23,5 milliards de francs (75,7 milliards, contre 52,2 milliards l'an dernier). Apprécié sur les douze derniers mois, l'excédent cumulé s'élève à 105,9 milliards de francs.

L'excédent du *compte de transactions courantes* a atteint 6,3 milliards de francs en données brutes, (contre - 2,8 milliards en août) et 2,9 milliards en données cvs (après 1,6 milliard). Au troisième trimestre, l'excédent des transactions courantes s'est ainsi élevé à 6,1 milliards de francs (cvs), contre 45,6 milliards et 23,3 milliards au premier et au deuxième trimestres. L'excédent de 75 milliards (cvs) enregistré pour les neuf premiers mois de l'année, qui représente plus du double de celui de la même période de 1994, est dû à un surplus commercial en sensible augmentation, mais aussi à un recul du déficit observé pour les transferts courants et les revenus d'investissements.

Compte tenu d'*erreurs et omissions* nettes de - 8,1 milliards de francs, le *compte financier* fait apparaître, en septembre, des entrées nettes de 1,9 milliard en données brutes. Les flux à *long terme* ont été marqués par des entrées nettes de 3,4 milliards de francs, tandis que les flux à *court terme* (*hors avoirs de réserve*) se soldaient par des sorties nettes de 1,5 milliard de francs ; les *avoirs de réserve (bruts)* sont restés stables.

Les marchés de capitaux en novembre

Dans un environnement international qui est resté caractérisé par une tendance générale à la baisse des taux, les marchés français ont connu une orientation favorable, plus marquée que sur les autres places. Cette sensible amélioration a plus particulièrement concerné la partie courte de la courbe des rendements.

La réaffirmation par le président de la République, lors d'une allocution télévisée le 26 octobre, de son attachement à la stabilité du franc et à la réduction des déficits et la présentation du plan de réforme de la Sécurité sociale, le 15 novembre, ont été bien accueillis par les investisseurs.

Dans ce contexte, le Conseil de la politique monétaire a poursuivi la détente des taux directeurs de la Banque de France :

- le 2 novembre, le taux des pensions à 24 heures, qui avait déjà été réduit de 25 points de base en octobre, a été ramené de 7,0 % à 6,6 % ;
- le 9 novembre, le guichet des pensions de 5 à 10 jours a été rétabli et son taux fixé à 6,35 % ;
- le 16 novembre, le taux des pensions de 5 à 10 jours a été abaissé à 6,1 % et celui des appels d'offres, pour la première fois depuis juillet 1994, a été révisé à la baisse, à 4,8 %, soit, pour la principale source de refinancement des banques, le taux le plus bas depuis 20 ans.

Cette détente des conditions monétaires pratiquées par la Banque s'est accompagnée d'un recul général des taux de marché sur le comptant, qui se sont repliés jusqu'à toucher des niveaux qui n'avaient pas été enregistrés depuis plus de six mois.

Le marché obligataire s'est montré bien orienté, sous l'effet des facteurs internes précédemment évoqués mais aussi en raison de la bonne tenue du marché américain où les signes de ralentissement de la croissance ont permis une forte détente des taux à long terme. L'écart OAT-*Bund*, qui avait approché 90 points de base au début du mois, s'est en conséquence resserré.

L'encours global des titres de créances négociables s'est contracté de 20,5 milliards de francs. Cette baisse est essentiellement due à la diminution des certificats de dépôt, pour un montant de 26,4 milliards de francs. L'encours des bons à moyen terme a augmenté de 1 milliard de francs et celui des billets de trésorerie de 7,8 milliards ; celui des bons des institutions financières a reculé de 2,9 milliards. Les taux d'intérêt ont régulièrement et fortement baissé pour tous les titres et toutes les durées.

Les marchés primaires obligataires français ont de nouveau connu, dans l'ensemble, une activité assez faible. Toutefois, l'annonce du plan de réforme de la Sécurité sociale s'est accompagnée, dans la seconde partie du mois, d'une légère reprise des émissions, confortée par la réouverture du marché de l'eurofranc.

L'indice CAC 40 a nettement progressé au cours des trois premières semaines du mois, mais le retournement de cette tendance dès le 27 novembre a ramené à 0,79 % le gain mensuel.

Les agrégats monétaires

En octobre, l'agrégat de monnaie M3 s'est replié de 0,8 % (après + 0,1 % le mois précédent). Les moyens de paiement (M1) ont diminué de 1,6 % en raison de l'atonie de l'activité économique. Les placements sur livrets à taux réglementés (M2 – M1) se sont renforcés vigoureusement, de 1,4 % (après + 0,3 % le mois précédent), du fait d'arbitrages opérés par les ménages, si bien que l'agrégat M2 est resté presque stable (– 0,2 %). Les placements rémunérés à taux de marché (M3 – M2) se sont réduits sensiblement, de 1,5 %, sous l'effet d'une baisse marquée des avoirs en titres d'OPCVM monétaires,

compensée seulement en partie par une progression des dépôts à terme et des titres de créances négociables. Sur un an et entre moyennes trimestrielles centrées, la croissance de M1 s'élève à 1,6 %, celle de M2 à 4,3 % et celle de M3 à 4,5 %.

La progression de l'*épargne contractuelle (P1)* est restée soutenue (+ 1,1 % en octobre et + 11,5 % sur un an). Les plans d'épargne-logement ont augmenté de 13,0 % en un an et les plans d'épargne populaire de 14,8 %.

À fin *septembre*, la progression annuelle de l'*endettement intérieur total* s'est renforcée et s'établit à 5,4 %. L'encours des crédits à l'économie a augmenté de 1,2 % sur un an et les financements de marché ont continué de se développer à un rythme élevé (+ 12,6 %).

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

La formation d'un nouveau gouvernement

7 novembre Après avoir présenté sa démission au président de la République, Alain Juppé est renommé Premier ministre et forme un nouveau gouvernement plus resserré.

La Sécurité sociale

15 novembre Le Premier ministre présente devant l'Assemblée nationale un plan de redressement de la Sécurité sociale qui vise à réduire le déficit du régime général de FRF 65 milliards en 1995 à moins de 17 milliards en 1996, et à dégager 11 milliards d'excédent en 1997. Ce plan comporte une forte hausse des prélèvements et des réformes de structure.

Les finances publiques

15 novembre Le Conseil des ministres approuve le second projet de loi de finances rectificative pour 1995. Au total, le déficit s'élève à FRF 321,6 milliards.

16 novembre L'Assemblée nationale adopte le projet de budget 1996, dont le déficit a été réduit de FRF 2,3 milliards par rapport aux prévisions du gouvernement, à FRF 287,4 milliards.

Les entreprises publiques

16 novembre Le Parlement adopte définitivement le projet de loi relatif au plan de redressement du Crédit lyonnais et du Comptoir des entrepreneurs.

22 novembre Le ministre de l'Économie et des Finances présente une série de dispositions concernant le suivi de la gestion des entreprises publiques.

28 novembre Dans le cadre du contrat de plan État-SNCF, le gouvernement annonce qu'il reprendra FRF 37 milliards des 175 milliards de dettes de la SNCF en 1996. À compter de 1997, son effort sera subordonné aux progrès de productivité de l'entreprise et pourra atteindre au total FRF 131 milliards sur la durée du contrat (1995-2000).

29 novembre Edmond Alphandéry, ancien ministre de l'Économie et des Finances, est nommé président d'EDF.

Les mesures en faveur des PME

27 novembre Le Premier ministre présente un vaste plan en faveur des PME, comportant 34 mesures s'articulant autour de 5 volets : fiscalité, simplifications administratives, financement, moralisation de la concurrence, réforme de l'urbanisme commercial.

Le conflit social

- 24 novembre** Début de la grève dans le secteur public, en réaction au plan de redressement de la Sécurité sociale ; ce mouvement prend de l'extension les jours suivants, notamment dans le secteur des transports (SNCF, RATP).

La Banque de France et la politique monétaire

- 2 novembre** La Banque de France ramène le taux de ses prises en pension à 24 heures de 7,0 % à 6,6 %.
- 9 novembre** La Banque de France rétablit les opérations de prises en pension de 5 à 10 jours, suspendues depuis le 6 octobre, au taux de 6,35 %, contre 6,6 % pour les pensions à 24 heures.
- 16 novembre** La Banque de France ramène le taux des prises en pension de 5 à 10 jours de 6,35 % à 6,1 % et le taux des appels d'offres de 5,0 % à 4,8 %.
- 7 décembre** La Banque de France ramène le taux des appels d'offres de 4,8 % à 4,7 %.

Les principaux indicateurs conjoncturels***Le PIB***

- 29 novembre** Selon l'INSEE, le PIB a augmenté de 0,2 % au troisième trimestre, après une hausse identique au cours des trois mois précédents.

La production industrielle

- 9 novembre** Selon l'INSEE, la production industrielle (cvs, hors BTP) a progressé de 0,1 % au deuxième trimestre, tandis que la production manufacturière diminuait de 0,8 %.
- 21 novembre** En septembre, la production industrielle a reculé de 1,8 % et la production manufacturière de 2,0 %.

Les défaillances et les créations d'entreprises

- 8 novembre** Selon l'INSEE, le nombre (cvs) des défaillances d'entreprises jugées en mars-avril-mai a diminué de 4,7 % par rapport aux trois mois précédents et de 11,4 % sur un an.
- 15 novembre** Selon l'INSEE, les créations d'entreprises se sont élevées à 23 700 unités (cvs) en octobre, après 25 000 en septembre.

La consommation des ménages

- 24 novembre** En octobre, la consommation des ménages en produits manufacturés a diminué de 4,4 % (cvs) par rapport à septembre.

Les mises en chantier de logements

- 28 novembre** Selon le ministère de l'Équipement, elles ont reculé de 3 % en août-septembre-octobre par rapport à la période correspondante de 1994.

Les immatriculations d'automobiles

2 novembre En octobre, elles ont chuté de 6,3 % en données brutes et de 10,6 % en données corrigées du nombre de jours ouvrables.

L'emploi

10 novembre Selon le ministère du Travail, 30 000 emplois nets ont été créés au troisième trimestre dans les secteurs marchands non agricoles, soit une augmentation des effectifs de 0,2 %, contre 47 000 emplois (+ 0,4 %) au deuxième trimestre et 45 000 emplois (+ 0,4 %) au premier.

30 novembre Le nombre de demandeurs d'emploi a augmenté de 0,3 % en octobre, leur total s'établissant à 2 961 800.

Les prix

22 novembre Selon l'indice définitif de l'INSEE, les prix à la consommation ont augmenté de 0,1 % en octobre. Le glissement annuel s'établit à 1,8 %.

Les comptes extérieurs

16 novembre En août, la balance des transactions courantes a dégagé un excédent de FRF 1,6 milliard (cvs). Sur les huit premiers mois de l'année, le solde positif atteint FRF 72 milliards, contre 33 milliards pour la période correspondante de 1994.

24 novembre En septembre, la balance commerciale a dégagé un solde positif de FRF 7,87 milliards (cvs). Sur les neuf premiers mois de l'année, l'excédent cumulé atteint FRF 79,32 milliards.

2.2. Étranger

- 1^{er} novembre** Aux États-Unis, publication du *Beige Book* du Système de réserve fédérale confirmant une croissance ralentie et des pressions inflationnistes moindres.
- 2 novembre** En Allemagne, baisse du taux des prises en pension, de 4,03 % à 4,02 %.
En Belgique, baisse du taux central, de 4,05 % à 4,0 %.
- 3 novembre** En Allemagne, publication d'un déficit des paiements courants de DEM 4,7 milliards en août.
Aux États-Unis, annonce de la création de 116 000 emplois et d'un taux de chômage à 5,5 % en octobre.
- 7 novembre** L'Allemagne enregistre, en octobre, 2 000 chômeurs de moins dans la partie occidentale (soit un taux de chômage à 8,1 %) mais 6 000 chômeurs de plus dans la partie orientale (soit 13,8 % de la population active).
- 8 novembre** En Allemagne, la Banque fédérale abaisse le taux minimum des prises en pension, de 4,02 % à 4,0 %.
En Allemagne, publication de la croissance de M3 annualisée à fin septembre (+ 1,6 % par rapport au 4^e trimestre 1994).
Au Danemark, baisse du taux d'escompte, de 5,0 % à 4,75 %, du taux des certificats de dépôt à 14 jours et des prises en pensions à 2 semaines, de 5,30 % à 5,15 %.
Au Japon, hausse du surplus de la balance des paiements courants à USD 10,6 milliards en septembre (contre USD 7,58 milliards en août).
- 9 novembre** Aux États-Unis, indice des prix à la production en repli de 0,1 % en septembre.
- 14 novembre** En Allemagne, publication du rapport des « Cinq Sages » chargés de conseiller le gouvernement en matière de politique économique, qui réduisent les prévisions de croissance à 2 % pour 1995 et 1996.
Aux États-Unis, recul de 0,2 % des ventes de détail en octobre, après une progression révisée en baisse à 0,1 % en septembre.
- 15 novembre** En Allemagne, la Banque fédérale abaisse son taux minimum des prises en pension, à 3,98 %, contre 4,0 % la semaine précédente.
Aux États-Unis, hausse de 0,3 % (cvs) des prix à la consommation en octobre, ce qui porte le glissement annuel à 2,8 %, après 2,6 % le mois précédent ; réduction de la production industrielle de 0,3 % en octobre ; diminution du taux d'utilisation des capacités de production au cours de ce même mois, à 83,6 %, après 84,1 % en septembre.
Au Royaume-Uni, augmentation du nombre des demandeurs d'emplois, pour la première fois depuis août 1993, et progression limitée à 0,1 % en glissement annuel des ventes de détail.
- 16 novembre** Au Japon, réduction de l'excédent commercial en octobre, à USD 5,3 milliards, contre 9,25 milliards un an auparavant.

16 novembre Aux Pays-Bas, la Banque centrale réduit son taux des avances, de 3,50 % à 3,25 %, et des avances spéciales, de 3,70 % à 3,60 %, lors de son appel d'offres à 5 jours.

Au Royaume-Uni, ralentissement de la progression de l'indice des prix à la consommation en octobre (glissement annuel), à 3,2 %, après 3,9 % en septembre, et diminution de l'endettement du secteur public en octobre, de GBP 1,26 milliard.

20 novembre Aux États-Unis, accord entre la Maison Blanche et le Congrès, prévoyant un retour à l'équilibre budgétaire d'ici 2002 et permettant le financement de l'administration jusqu'au 15 décembre.

Au Royaume-Uni, PIB en hausse de 0,4 % au 3^e trimestre (2,1 % en glissement annuel).

21 novembre En Italie, hausse de 0,6 % des prix à la consommation en novembre (6,0 % en glissement annuel, contre 5,8 % en octobre).

Au Royaume-Uni, déficit commercial hors Union européenne pour octobre de GBP 1,19 milliard, après 696 millions en septembre.

22 novembre En Allemagne, la Banque fédérale abaisse son taux minimum des prises en pension, à 3,97 %, contre 3,98 % la semaine précédente.

En Allemagne, croissance de M3 de 1,8 % en octobre en taux annualisé par rapport au dernier trimestre 1994.

En Belgique, réduction du taux central de la Banque nationale, de 4,0 % à 3,95 %, et du taux au jour le jour, de 5,25 % à 5,20 %.

Au Danemark, la Banque nationale abaisse le taux des certificats de dépôt à 14 jours, de 5,15 % à 5,0 %, et le taux des prêts au jour le jour, de 5,25 % à 5,20 %.

Aux États-Unis, déficit de la balance commerciale de USD 8,35 milliards en septembre, en baisse de 0,1 %.

28 novembre En Allemagne, la Banque fédérale remonte son taux minimum des prises en pension, de 3,97 % à 3,98 %.

Aux États-Unis, recul de 3,7 % des mises en chantier de logements en octobre. Progression de l'indice de confiance des consommateurs, à 101,4 %, en novembre, contre 96,3 % le mois précédent.

29 novembre Au Royaume-Uni, annonce du projet gouvernemental de budget pour 1996, prévoyant une hausse du besoin de financement du secteur public, de GBP 23,6 milliards à 29 milliards.

30 novembre Aux États-Unis, recul de 1 % des commandes de biens durables en octobre.

5 décembre En Allemagne, la Banque fédérale laisse inchangé son taux minimum des prises en pension, à 3,98 %.

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

Aux États-Unis, l'activité a marqué des signes de ralentissement en octobre, après la vive hausse du troisième trimestre. Aucun indice de redressement de l'activité ne se manifeste au Japon, tandis que la dégradation de la conjoncture observée au Royaume-Uni et en Allemagne depuis plusieurs mois se prolonge. Le rythme de l'expansion est demeuré soutenu en Espagne et s'est accéléré en Italie au troisième trimestre. Les taux d'intérêt à long terme se sont détendus dans tous les pays. L'évolution des prix de détail est restée modérée, dans l'ensemble, sauf en Italie.

Aux **États-Unis**, les derniers indicateurs disponibles font état d'un ralentissement de la croissance, après le vif rebond du troisième trimestre. La production industrielle a accusé en octobre son premier repli depuis six mois, diminuant de 0,3 %, sous l'effet principalement de la chute de l'activité dans le compartiment de la construction automobile. Les commandes adressées à l'industrie ont diminué de 0,3 % en octobre, après une progression de 1,4 % en septembre. Les ventes au détail ont baissé de 0,2 % en octobre. Le revenu disponible réel des ménages a peu augmenté, tiré par le mouvement de création d'emplois, mais freiné par la stagnation des salaires. Le taux de chômage s'est établi en novembre à 5,6 % de la population active (5,5 % en octobre) malgré la création de 166 000 emplois.

Au **Japon**, aucun signe de reprise n'apparaît clairement. La croissance a été de 0,2 % au troisième trimestre, après 0,6 % au deuxième et une stagnation au premier. La consommation s'est redressée au troisième trimestre, mais les investissements productifs ont diminué de 1,9 %, après quatre trimestres de hausse. Les derniers indicateurs disponibles ne montrent guère d'amélioration de la conjoncture : les mises en chantier de logements ont à nouveau baissé en octobre (– 2,3 % sur un an) pour le huitième mois

consécutif. La production industrielle a cependant progressé de 1,2 % en octobre, après une diminution de 1,7 % en septembre. Le taux de chômage est resté stable en octobre pour le cinquième mois consécutif, à 3,2 % de la population active, mais le taux de couverture des demandes par les offres d'emplois s'est quelque peu amélioré, passant de 60 % à 61 %. Sur les dix premiers mois de l'année, l'excédent commercial s'est inscrit en retrait de 11,3 % sur la période correspondante de 1994.

En **Allemagne**, l'activité a stagné au troisième trimestre, d'après les premières estimations publiées par l'Office fédéral de la statistique. La croissance de la consommation privée a été nulle, la FBCF-équipement a reculé de 3,5 %, tandis que la FBCF-construction n'a pas varié. Les exportations ont enregistré un repli de 0,5 % et les importations ont progressé de 0,5 %. Ces premières évaluations semblent confirmées par les plus récents indicateurs conjoncturels. L'indice cvs de la production industrielle a diminué de 1,2 % au troisième trimestre par rapport au deuxième trimestre, dans l'ensemble de l'Allemagne, et de 0,6 % en glissement annuel. Le recul de la production industrielle s'est accentué en octobre, s'établissant à – 3,4 % en glissement annuel à fin octobre, contre – 0,9 % fin septembre. Le repli des commandes à l'industrie enregistré depuis le début

de l'année s'est prolongé au troisième trimestre (– 0,4 %, après – 3,1 % au premier et – 0,3 % au deuxième) et le glissement sur douze mois est devenu négatif. Si les ordres reçus de l'étranger ont progressé, les commandes domestiques ont sensiblement diminué. L'évolution des ventes au détail, qui se sont repliées de 1 % en glissement en septembre comme en août, indiquerait un recul de la consommation privée au troisième trimestre, alors que la plupart des instituts de conjoncture escomptaient que cette composante du PIB serait un moteur de l'activité en 1995. Dans l'ensemble de l'Allemagne, le taux de chômage cvs est passé de 9,6 % en octobre à 9,7 % en novembre. Dans la partie occidentale, le taux de chômage a atteint 8,5 %, contre 8,4 % en octobre. Dans la partie orientale, le nombre de chômeurs s'est élevé à 14,0 % de la population active fin octobre, contre 13,8 % le mois précédent. Le déficit courant est revenu de 4,8 milliards de deutschemarks en août à 2,8 milliards en septembre, grâce à un renforcement de l'excédent commercial en données brutes à 8,2 milliards de deutschemarks en septembre, contre 7,6 milliards en août. Sur les neuf premiers mois de l'année, l'excédent commercial a progressé de 23 % par rapport à la même période de 1994 (à 67,6 milliards de deutschemarks), et le déficit des paiements courants a diminué de 11,0 % sur la même période (à 19,6 milliards de deutschemarks).

Au **Royaume-Uni**, la tendance au ralentissement de la croissance se confirme : le PIB a progressé de 0,4 % au troisième trimestre, après 0,5 % au deuxième, le glissement annuel s'établissant à 2,1 %, après 2,8 %. La production industrielle s'est contractée de 0,9 % en octobre, le glissement annuel revenant de 0,9 % en septembre à 0,5 %. Les ventes au détail ont diminué de 0,1 % en octobre, après une progression de 0,2 % en septembre, leur glissement annuel redevenant cependant positif, à 0,1 %, après – 0,1 %. Le taux de chômage est resté stable en octobre, à 8,1 % de la population active. Le déficit commercial a quelque peu diminué, à 972 millions de livres sterling en septembre, après 1,26 milliard en août. Toutefois, le déficit cumulé sur les neuf premiers mois de l'année atteint 8,63 milliards de livres sterling, soit une progression de 11,7 % par rapport aux neuf premiers mois de 1994. Le ralentissement de

l'activité a pesé sur les recettes fiscales et le déficit des administrations publiques a été plus important que prévu (18,8 milliards de livres sterling sur les sept premiers mois de l'année fiscale), conduisant le gouvernement à revoir sa prévision de déficit pour l'ensemble de l'année fiscale (avril 1995-mars 1996), à 29 milliards de livres sterling, soit 4 % du PIB (au lieu de 23,6 milliards prévus l'été dernier).

En **Italie**, selon les premières estimations, le PIB aurait progressé de 1,8 % au troisième trimestre, après une diminution de 0,4 % au deuxième, le glissement annuel s'établissant à 3,4 %, contre 2,9 %. La baisse du PIB au deuxième trimestre peut être attribuée à un réajustement technique du niveau des stocks, qui n'a pas remis en cause le chemin de croissance. L'amélioration de l'activité, jointe à la stabilisation de la situation politique et aux efforts du gouvernement italien pour assainir les finances publiques, s'est traduite par un retour des investisseurs internationaux sur le marché financier italien : sur les dix premiers mois de 1995, selon des estimations provisoires, les entrées nettes de capitaux non bancaires ont atteint 25 304 milliards de liras, contre des sorties nettes de 54 774 milliards de liras pour la même période de 1994. Ces entrées de capitaux dépassent très largement la dégradation de l'excédent de la balance courante, passé de 19 465 milliards de liras sur les dix premiers mois de 1994 à 4 773 milliards pour la même période de 1995. Par ailleurs, l'amélioration de l'activité s'est traduite par une forte hausse des recettes fiscales, qui a permis d'amener l'excédent primaire des finances publiques à 61 000 milliards de liras sur les neuf premiers mois de l'année, contre 34 000 milliards prévus dans la loi de finances pour 1995.

En **Espagne**, selon les estimations provisoires de la Banque centrale, le PIB a progressé de 0,4 % au troisième trimestre 1995, après 0,8 % au trimestre précédent. En glissement annuel, la croissance est revenue de 3,2 % au deuxième trimestre à 3,0 %. Selon l'Institut d'émission, l'évolution des composantes internes de la croissance ne s'est pas modifiée : l'investissement reste la composante la plus dynamique de la

demande interne, tandis que la progression de la consommation privée demeure modérée. Le ralentissement de l'expansion serait dû à une moindre contribution des échanges extérieurs, comme le suggèrent les résultats de la balance commerciale sur les neuf premiers mois de l'année : le déficit s'est creusé de 27,2 % par rapport à la même période de 1994. Le ralentissement de la croissance au troisième trimestre a pesé sur les recettes fiscales : ainsi sur les dix premiers mois de l'année, le déficit des administrations centrales a atteint 2 856 milliards de pesetas, contre 2 481 milliards pour la même période de 1994 (+ 15 %).

La hausse des **prix à la consommation** a progressé aux États-Unis (de 2,5 % à 2,8 % en glissement annuel entre septembre et octobre) et en Italie (+ 6,0 % en novembre, après + 5,8 % en octobre). La hausse des prix s'est, en revanche,

ralentie au Royaume-Uni (3,2 % en octobre, après 3,9 % en septembre) et en Espagne (4,3 % en octobre, contre 4,4 % en septembre). Elle est redevenue négative au Japon (– 0,6 % en octobre, contre + 0,2 % en septembre). L'indice des prix à la consommation est resté stable en Allemagne (1,8 % en octobre sur un an, comme en septembre).

Les **taux d'intérêt** à court terme (3 mois) se sont repliés entre octobre et novembre en Allemagne (– 9 points de base), en Belgique (– 25 points de base), au Royaume-Uni (– 8 points de base) et aux États-Unis (– 6 points de base). Ils se sont au contraire tendus en Espagne, au Japon et plus sensiblement en Italie (+ 28 points de base).

Les taux d'intérêt à long terme se sont détendus sur toutes les places, plus particulièrement en Allemagne (– 23 points de base), au Royaume-Uni (– 34 points de base) et en Espagne (– 37 points de base).

3.2. L'évolution des principales devises

Stable pendant la plus grande partie du mois, le dollar a progressé de 1,70 % face aux principales devises européennes au cours de la dernière semaine de novembre, dans un contexte d'anticipations de réduction des taux d'intérêt en Europe et de vigueur du marché obligataire américain. Le yen a enregistré une nette reprise au cours de ce mois. Au sein du Système monétaire européen, les devises dont les rendements obligataires sont les plus élevés (lire, peseta et surtout couronne suédoise) se sont sensiblement appréciées par rapport aux autres monnaies.

Après être demeuré relativement stable en début de période, le **dollar** s'est apprécié face aux devises européennes (exception faite de la couronne suédoise). L'accord budgétaire provisoire conclu entre M. Clinton et le Congrès américain, qui prévoit un retour à l'équilibre budgétaire d'ici 2002 et autorise le financement des opérations du gouvernement jusqu'au 15 décembre, ainsi que la réduction inattendue du déficit commercial américain au mois de septembre, tant globalement (− 0,1 % à 8,35 milliards de dollars) qu'en bilatéral avec le Japon (− 15,8 % à 4,31 milliards de dollars) ont permis une légère appréciation de la devise américaine à partir du 20 novembre. La progression du dollar a été plus significative contre devises européennes à partir du 24 novembre, à la faveur d'anticipations de réduction des taux en Europe et de la hausse sensible du marché obligataire américain en fin de mois. Les statistiques américaines publiées au cours de la période, qui traduisent une activité moins soutenue que prévue, et une hausse des prix modérée (réduction de la production industrielle de 0,3 % en octobre ; diminution du taux d'utilisation des capacités de production à 83,6 %, après 84,1 % en septembre ; prix à la consommation à + 2,8 % en rythme annuel) n'ont pas eu d'incidence significative sur les cotations.

Le **yen** a sensiblement progressé contre la plupart des devises européennes et dans une moindre mesure contre le dollar. Il a en particulier bénéficié d'importants arbitrages au détriment du

deutschemark, qui a perdu 2,76 % contre la monnaie japonaise entre le 6 novembre et le 10 novembre.

Le **franc suisse** s'est quelque peu replié, en liaison avec des anticipations de baisse des taux directeurs de la Banque nationale suisse.

Le mouvement de renforcement du **franc français** initié le 26 octobre après le discours de M. Chirac réaffirmant la priorité accordée par le gouvernement à la réduction de déficits et à la réalisation de la monnaie unique s'est poursuivi durant la plus grande partie du mois.

Le 7 novembre, la reconduction de M. Juppé à la tête d'un gouvernement resserré, a reçu un accueil favorable sur les marchés. La semaine suivante, l'annonce d'un collectif budgétaire pour 1995 destiné à permettre le maintien du déficit à 5 % du PIB, en dépit de rentrées fiscales sensiblement inférieures aux prévisions, puis celle de mesures destinées à mettre un terme aux déficits structurels de la Sécurité sociale ont permis la poursuite du raffermissement du franc, qui a atteint temporairement 6,3115 pour 1 écu, 3,4290 contre deutschemark et 4,8460 contre dollar. Le plan gouvernemental soumis les comptes de la Sécurité sociale au contrôle du Parlement et prévoit notamment une maîtrise comptable des dépenses de santé et dans un contexte d'inflation maîtrisée (notamment après l'incidence de la hausse de la TVA), une réduction du déficit de 61 milliards de francs en 1995 à 17 milliards en

1996 (au lieu des 30 milliards annoncés précédemment).

Cette évolution a permis jusqu'au 28 novembre une détente des taux d'intérêt à court comme à long terme. Le taux de l'argent au jour le jour est passé de 6 5/16 % à 5 1/8 %, son niveau le plus bas depuis 23 ans, tandis que l'écart OAT-Bund atteignait au plus bas 63 points de base. La Banque de France a rétabli le guichet des pensions à 5-10 jours, dont le taux a été réduit à 6,10 %, tandis que le taux des appels d'offres, qui était resté inchangé depuis juillet 1994, était ramené de 5,0 % à 4,8 %.

À partir du 29 novembre, l'extension des grèves dans le secteur public a pesé sur notre devise qui a clôturé à 6,3605 contre écu et 3,4530 contre deutschemark tandis que les taux d'intérêt se tendaient, à 6,25 % sur l'échéance 1 mois et que l'écart OAT/Bund s'établissait à 74 points de base.

L'écu s'est apprécié, à la suite de déclarations de responsables du Trésor français, qui ont indiqué que la dette française libellée en écu serait, après entrée en Union monétaire, échangée au pair en une dette libellée dans la monnaie unique.

Le deutschemark s'est légèrement déprécié, en liaison avec des anticipations de baisse des taux d'intérêt allemands, suscitées par la progression modérée des prix à la consommation, évaluée à 1,5 % pour la partie occidentale du pays en glissement annuel en novembre (chiffre provisoire), et de la masse monétaire M3, en progression de 1,8 % en octobre en taux annualisé par rapport au dernier trimestre 1994.

Les Banques centrales d'Autriche, de Belgique, du Danemark, de Finlande et des Pays-Bas ont abaissé leurs taux directeurs.

L'adoption du budget italien par la Chambre haute a permis un raffermissement de la lire en fin de période. La loi de finances pour 1996 doit toutefois être examinée à nouveau par la Chambre basse pour ratification avant le 31 décembre 1995. La devise italienne a été peu affectée par la progression de 0,6 % en novembre des prix à la consommation, portant le glissement annuel à 6,0 %, contre 5,8 % en octobre.

Le livre sterling s'est affaibli, atteignant un plus bas niveau historique, tant contre franc (passant temporairement au-dessous de 7,50) que contre deutschemark (à 2,1690 le 20 novembre). L'atténuation des tensions inflationnistes, manifestée par le recul de l'indice des prix à la consommation pour octobre à 3,2 % en glissement annuel, contre 3,9 % en septembre, a suscité des anticipations de réduction des taux d'intérêt. Après une légère reprise liée à l'affaiblissement du deutschemark, l'annonce du projet gouvernemental de budget pour 1996, le 28 novembre, qui prévoit un besoin de financement des administrations publiques de 29 milliards de livres sterling, contre 23,6 milliards précédemment, a été suivie d'un nouveau regain de faiblesse de la livre.

La couronne suédoise s'est fortement appréciée, en liaison avec les bonnes performances économiques du royaume, dont l'inflation s'est réduite à 2,7 %, à l'intérieur de la fourchette de 2 % à 3 % fixée par la Banque centrale, et dont le déficit budgétaire est passé depuis 1994 de 10,4 % à 7,3 % du PIB. Ces succès ont nourri des rumeurs d'entrée prochaine de la couronne suédoise dans le Système monétaire européen, mais celles-ci ont été fermement démenties par le ministère des Finances comme par la Banque centrale.

L'évolution des principales devises

COURS DE CHANGE À PARIS*(en francs)*

Principales monnaies étrangères à Paris		31 octobre 1995	30 novembre 1995	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	4,90	4,962	1,27
Écu privé.....	1 XEU	6,3725	6,3605	- 0,19
Allemagne.....	100 DEM	347,27	345,31	- 0,56
Belgique.....	100 BEF	16,888	16,7975	- 0,54
Pays-Bas	100 NLG	309,80	308,37	- 0,46
Danemark.....	100 DKK	89,48	89,17	- 0,35
Espagne.....	100 ESP	4,0035	4,048	1,11
Portugal.....	100 PTE	3,295	3,295	
Irlande.....	1 IEP	7,92	7,8785	- 0,52
Royaume-Uni.....	1 GBP	7,73	7,606	- 1,60
Italie	1 000 ITL	3,0725	3,11	1,22
Grèce.....	100 GRD	2,108	2,0955	- 0,59
Suède	100 SEK	73,57	75,99	3,29
Finlande	100 FIM	115,17	116,02	0,74
Autriche	100 ATS	49,345	49,075	- 0,55
Norvège	100 NOK	78,51	78,27	- 0,31
Suisse	100 CHF	430,05	425,34	- 1,10
Japon.....	100 JPY	4,7983	4,9017	2,15

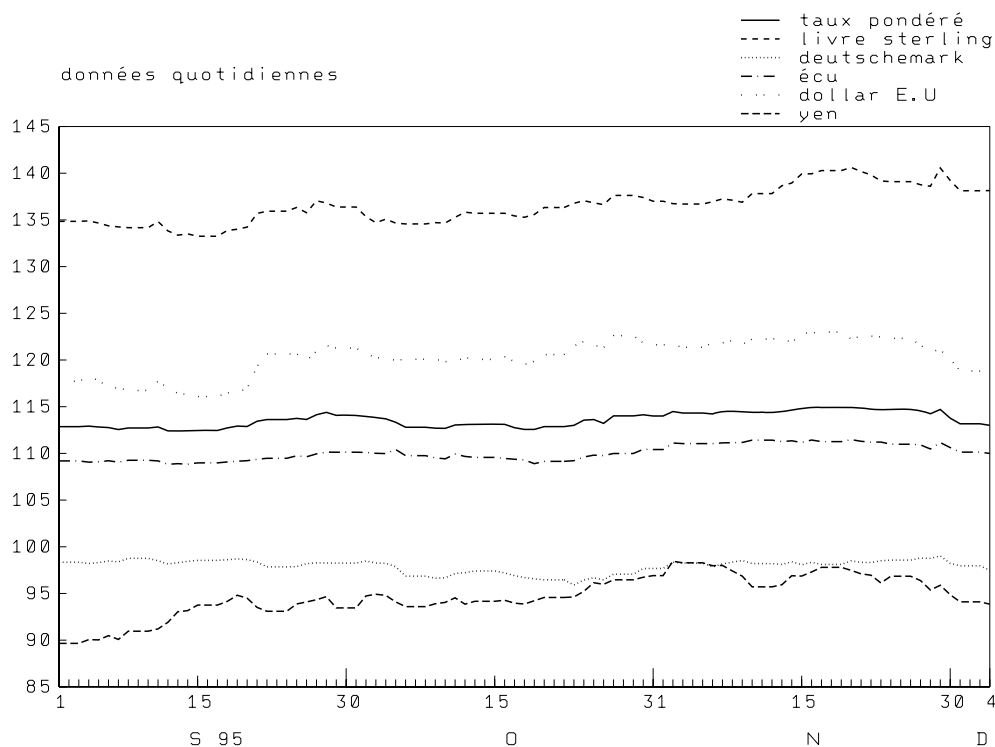
TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES*(en pourcentage)*

	1 mois		3 mois	
	31 octobre 1995	30 novembre 1995	31 octobre 1995	30 novembre 1995
Dollar	5,75	5,875	5,81	5,813
Livre sterling	6,625	6,75	6,687	6,50
Deutschemark	4,063	4,00	4,063	3,875
Franc suisse	1,875	2,25	2,00	2,00
Franc français	6,31	6,25	6,375	6,25

Source et réalisation : Banque de France
 Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 31

Mise à jour le 30 novembre 1995

TAUX DE CHANGE NOMINAUX DU FRANC FRANÇAIS Base 100 en 1988



Le graphique ci-dessus retrace l'évolution des indices des cours de change du franc contre différentes devises et vis-à-vis d'un panier de 19 monnaies, dans lequel le poids de chaque monnaie est pondéré par un coefficient représentatif de sa part dans le commerce international.

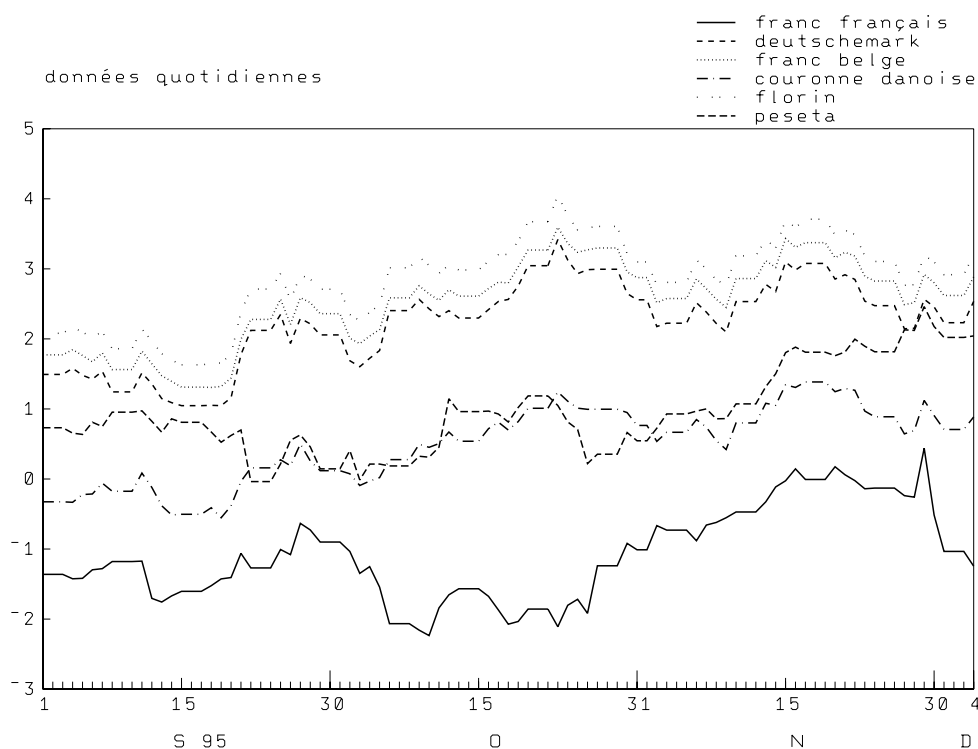
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

Source et réalisation : Banque de France
Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35

Mise à jour le 4 décembre 1995

Durant pratiquement tout le mois de novembre, le franc a continué de se raffermir vis-à-vis du deutschemark et de l'écu. En toute fin de période, cette amélioration a été effacée par le repli de la monnaie française lié aux développements sur le front social. Face au dollar et au yen, le franc s'est inscrit en repli d'une fin de période à l'autre. En revanche, la hausse de la livre sterling observée après la mi-novembre n'a pas suffi à compenser l'important recul marqué en début de mois.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



Ce graphique permet de représenter l'évolution des positions de quelques-unes des monnaies appartenant au Système monétaire européen. Au sein du mécanisme de change, la « prime » (ou décote) entre deux monnaies (déterminée par le rapport des cours de marché sur les cours pivot) ne peut excéder 15 % (à partir du 2 août 1993). Ainsi, lorsqu'une monnaie A s'apprécie par rapport à une monnaie B (symétriquement, la monnaie B se déprécie par rapport à A), cette marge de 15 % doit être répartie entre la prime qu'enregistre la monnaie A qui s'apprécie et la décote qu'enregistre la monnaie B qui se déprécie contre A. La médiane de la bande communautaire est alors définie comme la moitié de la prime (ou décote) maximale enregistrée à un moment donné entre les deux devises les plus opposées.

À partir de cette valeur sont alors déterminés les écarts à la médiane de chacune des monnaies participantes et leurs positions relatives : une augmentation de l'écart positif enregistré par une monnaie (ou la diminution de l'écart négatif qu'elle supporte) indique alors une amélioration de la position de la devise concernée.

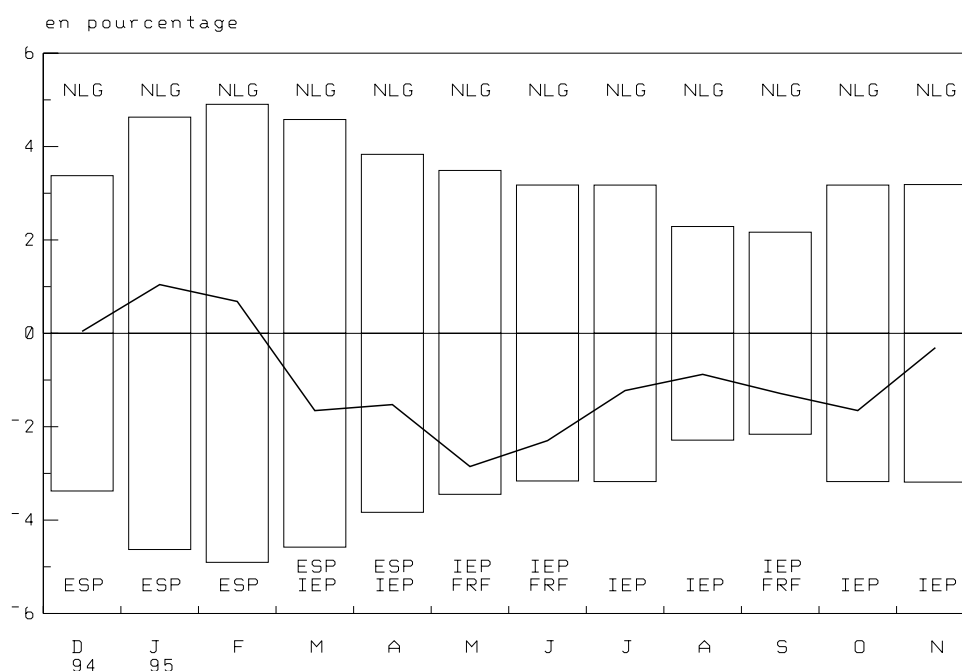
Source et réalisation : Banque de France

Direction des Changes – Tel. : +33 (1) 42 92 31 35

Mise à jour le 4 décembre 1995

En novembre, l'évolution de la position du franc au sein du Système monétaire européen s'est rapprochée de celles des monnaies de la zone mark (deutschemark, franc belge et florin néerlandais) et de la couronne danoise. Elle s'en est écartée quelque peu en fin de période. La situation de la peseta s'est, quant à elle, améliorée.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



Le graphique fait ressortir la moyenne mensuelle des écarts à la médiane des devises en opposition, pondérée par le nombre de jours pendant lesquels elles sont restées en position extrême au sein du SME. Les devises dont l'écart positif moyen est le plus important apparaissent dans la partie supérieure de la figure ; à l'inverse, celles dont l'écart négatif moyen est le plus important sont mentionnées dans la partie inférieure. Les devises sont représentées par leur code ISO, à savoir : ATS, schilling autrichien ; BEF, franc belge ; DEM, deutschemark ; DKK, couronne danoise ; ESP, peseta ; FRF, franc français ; IEP, livre irlandaise ; NLG, florin ; PTE, escudo.

La courbe en gras retrace l'évolution du franc français au cours de la période considérée.

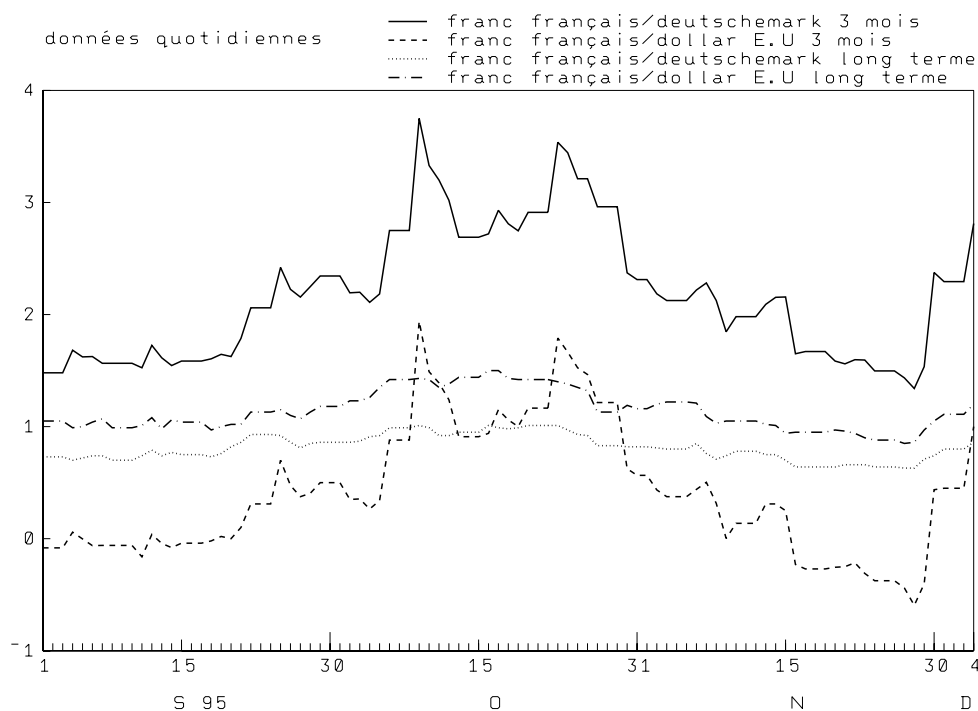
Source et réalisation : Banque de France

Direction des Changes – Tel. : +33 (1) 42 92 31 35

Mise à jour le 4 décembre 1995

À l'intérieur du mécanisme de change européen, la livre irlandaise est restée durant tout le mois de novembre en opposition avec le florin néerlandais, ce dernier ayant enregistré les écarts positifs moyens les plus élevés. Au total, les écarts entre les extrêmes n'ont pratiquement pas varié d'un mois à l'autre.

ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERME



Source et réalisation : Banque de France
Direction des Changes – Tel. : +33 (1) 42 92 31 35

Mise à jour le 4 décembre 1995

L'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne s'est brutalement amplifié en fin de période, après avoir régulièrement diminué au cours du mois de novembre. Ces mouvements reflètent essentiellement les variations des taux français. De même, l'écart entre taux à court terme en France et aux États-Unis s'est accru entre fin octobre et début décembre, passant de + 40 points de base à + 100 points de base, alors qu'à la mi-novembre le niveau des taux français était repassé au-dessous de celui des taux américains.

S'agissant des taux à long terme, l'écart de taux entre la France et l'Allemagne est resté pratiquement stable d'une fin de période à l'autre, le relèvement des taux français enregistré au cours des derniers jours ayant gommé en partie la baisse précédemment observée. L'écart entre taux à long terme français et américains a suivi la même évolution.

3.3. Le marché de l'or

En novembre, le cours de l'once d'or a évolué entre 382 dollars et 390 dollars. Plus volatile que les mois précédents, il est cependant resté à l'intérieur des marges de fluctuation observées depuis le début de l'année. En fin de mois, le marché au comptant a profité d'une demande physique soutenue à l'approche des fêtes de Noël ainsi que des tensions sur le marché des prêts d'or. Avec des taux d'intérêt sur or équivalents à ceux du dollar sur les échéances de 1 mois à 3 mois, les utilisateurs de métal fin sont en effet

désormais incités à l'acheter plutôt qu'à l'emprunter. Les niveaux exceptionnellement hauts des taux sur or s'expliquent par l'accroissement des ventes à terme d'or de plusieurs producteurs sud-africains et par le retrait du marché de certains gros intervenants à l'approche de la fin de l'année. Ce contexte a conduit à une inversion de la courbe des taux de prêts d'or. En fin de mois, le rendement de l'or était supérieur à 6 % de 1 mois à 3 mois, à 5 % sur 6 mois et à 3 % sur 1 an.

COURS DE L'OR			
	Au 31 octobre 1995	Au 30 novembre 1995	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (1e kg).....	60 150,00	61 400,00	2,08
Lingot (1e kg).....	60 850,00	61 750,00	1,48
<i>Pièces</i>			
Napoléon	347,00	354,00	2,02
Vreneli	342,00	355,00	3,80
Union latine	345,00	355,00	2,90
Souverain.....	451,00	450,00	- 0,22
20 dollars	114,00	125,00	9,65
Peso mexicain.....	2 240,00	2 260,00	0,89
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	382,65	387,80	1,35
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35			
Mise à jour le 30 novembre 1995			

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique en novembre 1995

Les indicateurs

En novembre, selon l'indice provisoire de l'INSEE, les prix de détail ont enregistré une hausse comprise entre 0,1 % et 0,2 %, contre 0,1 % en octobre. Sur un an, la hausse des prix a été de 1,9 %-2,0 % (contre 1,8 % en octobre).

Les comptes nationaux relatifs au troisième trimestre 1995 font ressortir une augmentation du PIB de 0,2 % en volume, comme le trimestre précédent (après 0,7 % au premier trimestre).

L'activité dans le BTP s'est stabilisée au troisième trimestre 1995, après s'être légèrement redressée au deuxième. Le nombre de logements commencés au cours des dix premiers mois de l'année s'inscrit en baisse de 1,7 % par rapport à la période correspondante de 1994.

Les effectifs salariés de l'ensemble des secteurs marchands non agricoles ont progressé de 0,1 % au troisième trimestre, après + 0,4 % au deuxième, pour atteindre 13 401 200 emplois, soit un accroissement d'environ 15 000 emplois (le champ de l'emploi salarié, tel qu'il est désormais défini, ne correspond plus tout à fait à l'ancien champ des « secteurs marchands non agricoles » — 14,7 millions de salariés — ; en particulier, il ne comprend pas les salariés de la santé et de l'action sociale).

En octobre, le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) — catégorie 1 — est passé à 2 961 800 personnes, en hausse de 0,3 % sur le mois (contre 1,0 % en septembre). Sur un an, le chômage diminue, toutefois, de 4,3 % (contre – 4,8 % à fin septembre).

Le taux de chômage, au sens du BIT, s'établit à 11,5 %, comme le mois précédent. Sur un an, il a fléchi de 0,7 point.

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, en novembre la production industrielle n'a guère varié dans l'ensemble ; si des progrès ont été enregistrés dans les biens d'équipement professionnels et les industries agro-alimentaires, l'activité est restée inchangée dans les biens de consommation et a encore fléchi dans les biens intermédiaires.

Synthèse de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France**LA PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE**

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – Tél. : + 33 (1) 42 92 39 68

Mise à jour le 13 décembre 1995

En novembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque, la production industrielle a peu varié dans l'ensemble. Si des progrès ont été enregistrés dans les biens d'équipement professionnels et les industries agro-alimentaires, l'activité est restée inchangée dans les biens de consommation et a encore fléchi dans les biens intermédiaires. Le taux d'utilisation des capacités de production a, une nouvelle fois, diminué.

LA DEMANDE DANS L'INDUSTRIE

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – Tél. : + 33 (1) 42 92 39 68

Mise à jour le 13 décembre 1995

La demande globale s'est tassée. Sur le marché intérieur, la demande interindustrielle est toujours atone ; la demande finale marque le pas. Les commandes en provenance de l'étranger, moins dynamiques qu'au cours des mois précédents, enregistrent, toutefois, encore quelques progrès (notamment dans les biens d'équipement professionnels) sur les marchés d'Amérique du Nord et d'Asie du Sud-Est ; en Europe, les ventes subissent le ralentissement conjoncturel, surtout en Allemagne.

**NIVEAU DES STOCKS ET DES CARNETS DE COMMANDES
PAR RAPPORT À UN NIVEAU JUGÉ NORMAL**

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – Tél. : + 33 (1) 42 92 39 68

Mise à jour le 13 décembre 1995

Les carnets de commandes apparaissent peu garnis dans l'ensemble. Ils sont jugés proches de la normale dans les biens d'équipement professionnels et les industries agro-alimentaires, mais nettement insuffisants dans les biens intermédiaires et les biens de consommation. Les stocks se sont encore alourdis et sont considérés comme supérieurs à la normale dans la plupart des secteurs ; dans l'automobile, ils sont fortement excédentaires.

**TAUX D'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION
DANS L'INDUSTRIE (cvs)**

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – Tél. : + 33 (1) 42 92 39 68

Mise à jour le 13 décembre 1995

Compte tenu des nouveaux progrès attendus dans les biens d'équipement professionnels, la production devrait être un peu mieux orientée au cours des prochains mois.

Les prix des produits finis sont demeurés stables dans l'ensemble. Des baisses ont été observées dans quelques secteurs des biens intermédiaires (papier-carton). Ailleurs, la stabilisation, voire la diminution, du coût des matières premières a contribué à un certain allègement des charges d'exploitation.

Les programmes d'investissement pour 1995 sont en cours d'achèvement mais pour 1996, l'attentisme prévaut. S'agissant des programmes d'une certaine importance, les chefs d'entreprise attendent une reprise indiscutable de la demande. Les dépenses actuellement retenues concernent essentiellement l'amélioration de la productivité ou le maintien en l'état des équipements existants.

LES PRIX DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE (cvs)

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – Tél. : + 33 (1) 42 92 39 68

Mise à jour le 13 décembre 1995

L'activité commerciale s'est nettement redressée en novembre ; cette évolution n'a toutefois qu'en partie effacé le repli enregistré en octobre.

Les effectifs se sont légèrement contractés dans la plupart des secteurs de l'industrie, à l'exception des industries agro-alimentaires où ils se sont stabilisés ; le recul a été marqué dans l'automobile. Ils n'ont pas varié dans le commerce et les services marchands mais ont diminué dans le bâtiment. Les chefs d'entreprise recourent toujours aux contrats à durée déterminée ou à l'intérim pour s'adapter à l'évolution de la demande ; compte tenu du ralentissement actuel de l'activité, l'orientation de l'emploi s'inscrit à la baisse (non renouvellement de contrats à durée déterminée, récupération d'heures dans le cadre de modulation annuelle d'horaires, chômage partiel).

4.2. La balance des paiements en septembre 1995 et au troisième trimestre 1995

Au mois de septembre, l'excédent du *compte de transactions courantes* a atteint 6,3 milliards de francs en données brutes et 2,9 milliards en données corrigées des variations saisonnières (cvs), après 1,6 milliard en août.

Au troisième trimestre, l'excédent des transactions courantes s'élève ainsi à 6,1 milliards de francs (cvs), contre 45,6 milliards et 23,3 milliards respectivement aux premier et deuxième trimestres 1995. L'évolution depuis le début de 1995 tient, pour l'essentiel, à celle des transferts courants, en particulier au titre des relations avec la Commission européenne, marquée par des recettes nettes en début d'année.

L'excédent de 75 milliards de francs (cvs) pour les neuf premiers mois de l'année, soit plus du double de celui de la même période de 1994, est dû non seulement à un surplus commercial en sensible augmentation, mais aussi à un recul du déficit observé pour les transferts courants et de celui des revenus d'investissements. Cette dernière tendance découle notamment de l'amélioration de la position extérieure de la France, en contrepartie des excédents cumulés du compte de transactions courantes au cours des dernières années.

Compte tenu d'erreurs et omissions nettes de -8,1 milliards de francs, le *compte financier* fait apparaître, au mois de septembre, des entrées nettes de 1,9 milliard. Les flux financiers à long terme ont été marqués par des entrées nettes de 3,4 milliards de francs, notamment au titre des prêts et emprunts du secteur bancaire, tandis que les investissements de portefeuille enregistraient des sorties d'un peu plus de 4 milliards (-20,4 milliards pour les achats nets de titres étrangers par les résidents et +16 milliards pour les acquisitions nettes de titres français par les non-résidents). Le solde des flux financiers à court terme s'est établi à -1,5 milliard de francs, par compensation entre des entrées pour le secteur bancaire et des sorties au titre des « autres secteurs » (OPCVM, entreprises, ménages).

Au cours des trois trimestres de 1995, des sorties nettes de capitaux de 58,4 milliards de francs ont été enregistrées, en contrepartie de l'excédent des transactions courantes de 69,2 milliards, les erreurs et omissions nettes ressortant à -6,5 milliards. Les résidents ont, en particulier, poursuivi leurs investissements nets en titres étrangers, pour un peu plus de 100 milliards de francs, et les non-résidents se sont portés acquéreurs nets de titres français, durant cette période, pour 73 milliards.

Les avoirs de réserve bruts n'ont pas varié en septembre. Depuis le début de l'année, ils ont augmenté de 3,3 milliards de francs.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE*(en données brutes – en millions de francs)*

	Année 1994 (a)	Mai 1995 (b)	Juin 1995 (b)	Juillet 1995 (c)	Août 1995 (c)	Septembre 1995 (c)	9 mois de 1994 (a)	9 mois de 1995 (c)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	44 743	3 672	15 087	5 347	-2 789	6 274	31 114	69 205
– dont : Biens et services.....	146 649	9 459	16 897	15 877	5 567	10 487	103 560	110 162
COMPTE DE CAPITAL	-25 537	-70	36	-26	4	-153	-2 746	-959
COMPTE FINANCIER	-42 522	11 483	-32 171	11 526	1 354	1 944	-87 297	-61 742
Flux financiers (hors avoirs de réserve).....	-29 017	11 258	-32 167	11 929	2 075	1 949	-80 710	-58 440
<i>Long terme.....</i>								
– Investissements directs.....	332	-5	-1 941	-1 274	-5 189	1 789	-17 548	-8 915
– Investissements de portefeuille	-308 187	-150	-14 663	-4 379	4 241	-4 197	-268 008	-34 072
– Autres investissements	51 917	2 392	-805	6 396	-2 148	5 820	29 627	-148
<i>Court terme</i>								
– Secteurs des autorités monétaires et des administrations publiques	-56 652	-146	2 320	2 972	20	1 419	-67 678	4 327
– Secteur bancaire.....	273 247	-1 500	-45 444	-13 837	-9 017	18 188	257 628	-95 150
– Autres secteurs.....	10 326	10 667	28 366	22 051	14 168	-21 070	-14 731	75 518
Avoirs de réserve (bruts)	-13 505	225	-4	-403	-721	-5	-6 587	-3 302
ERREURS ET OMISSIONS NETTES	23 316	-15 085	17 048	-16 847	1 431	-8 065	58 929	-6 504
(a) Chiffres définitifs (b) Chiffres semi-définitifs (c) Chiffres provisoires								
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 85								
Mise à jour le 7 décembre 1995								

4.2.1. Les résultats du mois de septembre 1995**4.2.1.1. Le compte de transactions courantes**

(en données cvs)

Établi à 1,6 milliard de francs en juillet et en août, l'excédent des transactions courantes se redresse en septembre à 2,9 milliards de francs, en raison principalement d'une sensible contraction du déficit des *revenus d'investissements*. Sur l'ensemble des trois premiers trimestres, le solde fait plus que doubler par rapport à la période correspondante de 1994 (+ 75 milliards de francs, au lieu de + 36,5 milliards), sous l'effet du renforcement de l'excédent du poste *biens* et de l'allègement du déficit des *revenus* et de celui des *transferts*.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE Compte de transactions courantes <i>(en données brutes – en millions de francs)</i>				
	Août 1995 (a)	Septembre 1995 (a)	9 mois de 1994 (b)	9 mois de 1995 (a)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES ...	-2 789	6 274	31 114	69 205
<i>Biens</i>	-756	2 601	22 568	41 346
– Marchandises générales.....	-869	2 466	17 732	36 761
<i>Services.....</i>	5 423	6 486	58 924	55 587
– Transports	-148	-331	-2 414	-2 123
Transports maritimes	-268	-479	-4 883	-4 134
Transports non maritimes	120	148	2 469	2 011
– Voyages	3 763	4 583	47 626	44 857
– Services techniques	783	1 094	4 493	1 887
– Autres services.....	-435	392	-1 573	-605
<i>Autres biens et services</i>	900	1 400	22 068	13 229
<i>Revenus.....</i>	-3 417	424	-43 754	-22 646
<i>Transferts courants</i>	-4 939	-4 637	-28 692	-18 311
– dont : Transferts du secteur des administrations publiques.....	-4 467	-4 277	-25 161	-14 412
<i>(en données cvs – en millions de francs)</i>				
	Août 1995 (a)	Septembre 1995 (a)	9 mois de 1994 (b)	9 mois de 1995 (a)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES ...	1 646	2 938	36 527	75 048
<i>Marchandises générales</i>	6 322	4 219	22 710	42 794
<i>Services.....</i>	6 906	5 979	58 553	56 128
– Transports maritimes	-344	-549	-5 084	-4 298
– Transports non maritimes	41	49	2 703	2 267
– Voyages	4 191	4 554	45 843	43 302
<i>Autres biens et services</i>	1 207	1 271	22 468	13 461
<i>Revenus.....</i>	-5 932	-1 395	-38 770	-18 321
(a) Chiffres provisoires (b) Chiffres définitifs Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 85 Mise à jour le 7 décembre 1995				

Évolution du commerce extérieur de marchandises

(source Douanes)

*Évolution globale**(en données FAB-FAB)*

L'excédent douanier cvs s'inscrit en septembre dans la ligne des résultats des six derniers mois disponibles (7,9 milliards de francs, contre 8,3 milliards). En moyenne trimestrielle, l'excédent, qui atteignait 9,8 milliards de francs au premier trimestre comme au deuxième, sous l'effet des fortes ventes de biens d'équipement professionnels, est revenu à 6,8 milliards au troisième trimestre en raison du tassement des exportations survenu en juillet (113,4 milliards de francs, contre une moyenne mensuelle de 120,1 milliards au cours des six premiers mois).

En données brutes et sur neuf mois cumulés, l'écart d'une année à l'autre s'établit à 23,5 milliards de francs (75,7 milliards, contre 52,2 milliards). Apprécié sur les douze derniers mois, l'excédent cumulé s'élève à 105,9 milliards de francs.

*Répartition géographique : excédent orienté à la hausse avec l'Union européenne**(en données CAF-FAB)*

Vis-à-vis de l'Union européenne, l'excédent cvs augmente (2,9 milliards de francs, contre 2,5 milliards en août et 2,1 milliards en moyenne au cours des douze mois précédents), les flux enregistrant toutefois un repli de 3 % dans les deux sens d'un mois sur l'autre. L'excédent progresse également sur neuf mois cumulés et en données brutes (18,8 milliards de francs, au lieu de 16,6 milliards) par un effet de masses, les flux s'accroissant dans les deux sens de 12 %. On observera que la part de l'Union européenne dans le total des importations hors matériel militaire passe de 61,4 % à 63,9 % entre 1993 à 1995, la moitié de cette augmentation étant prélevée sur la part des autres pays de l'OCDE.

Le solde envers l'Allemagne continue de fluctuer autour de l'équilibre. Sur neuf mois, le déficit s'accroît légèrement (-3,5 milliards de francs, au lieu de -3 milliards), les exportations et les importations augmentant exactement dans les mêmes proportions (+ 15 %). L'excédent à l'égard du Royaume-Uni se maintient à 2,3 milliards de francs (2,1 milliards en moyenne au cours des douze mois précédents), mais s'inscrit en retrait sur neuf mois cumulés (17,9 milliards de francs, contre 19,1 milliards), en raison d'une poussée plus forte des importations que des exportations (+ 8 %, contre + 5 %). Enfin, le solde vis-à-vis de l'Italie, depuis le quatrième trimestre 1994, reste proche de l'équilibre et se retourne d'un exercice à l'autre sur neuf mois cumulés (+ 0,2 milliard de francs, au lieu de -6,2 milliards), en raison principalement du dynamisme des exportations (+ 14 %).

Le déficit envers les autres pays de l'OCDE tend à se réduire depuis le début de l'année (1,9 milliard de francs, contre 2,3 milliards en moyenne au cours des douze mois précédents), mais reste supérieur, sur neuf mois cumulés et en données brutes, au déficit de 1994 (20,4 milliards de francs, contre 18 milliards), les importations croissant plus vite que les exportations (5 % et 3 % respectivement).

Le courant d'importations en provenance du Japon étant stabilisé autour de 4 milliards de francs, ce sont les variations des exportations qui déterminent l'évolution du déficit, lequel se réduit (0,9 milliard de francs, contre 1,6 milliard en moyenne au cours des douze mois précédents), en dépit des consignes de boycott des produits français. Le déficit s'allège également sur neuf mois cumulés (13,2 milliards de francs, contre 17,1 milliards), les exportations enregistrant un bond de 25 %. En revanche, le déficit envers les États-Unis, se creuse sensiblement (2,2 milliards de francs, contre 1,5 milliard en moyenne au cours des douze mois précédents) ; les exportations, qui avaient pu se maintenir durant les mois précédents en raison de fortes opérations, sont aujourd'hui pénalisées par le tassement des ventes de biens d'équipement professionnels. Le déficit s'accroît également sur neuf mois cumulés (16,1 milliards de francs, contre 13,2 milliards), essentiellement du fait d'une contraction de 6 % des exportations.

Hors OCDE, on constate principalement, sur neuf mois cumulés et en données brutes, un retournement du solde vis-à-vis des *pays d'Asie à économie en développement rapide* (+ 8 milliards de francs, au lieu de - 4,7 milliards), un doublement de l'excédent avec l'Afrique (16,6 milliards, au lieu de 8,3 milliards) et une contraction du déficit envers les *pays de l'Est* (4 milliards, au lieu de 5,1 milliards). Le dynamisme des exportations, surtout à destination des *pays de l'Est*, est à l'origine de ces évolutions (+ 24 % pour l'ensemble de ces trois zones). Signalons enfin que la part des économies d'Asie dans le total des exportations françaises passe de 4,8 % à 6,1 % entre 1993 et 1995, progression accomplie au détriment de la part des pays de l'OCDE hors Union européenne (14,5 %, au lieu de 15,7 %).

*Évolution par produits : amélioration des échanges du secteur agro-alimentaire et stabilisation de l'excédent industriel
(en données CAF-FAB)*

Le redressement des échanges *agro-alimentaires* (cvs), après deux mois de tassement, conduit à un excédent supérieur à la moyenne des douze mois précédents (4,4 milliards de francs, au lieu de 4,1 milliards). On note une reprise des ventes de céréales, dont l'ampleur est cependant limitée par l'attentisme lié à la suspension des primes communautaires. Sur neuf mois cumulés et en données brutes, l'excédent passe de 30,4 milliards de francs à 34,7 milliards, les exportations progressant de 7 % et les importations de 5 %. Il faut rappeler que le secteur agro-alimentaire ne représente plus que 14,8 % des exportations totales hors matériel militaire, alors qu'il en constituait 16,6 % en 1993, les ventes de produits bruts se trouvant à l'origine de cette évolution (5,3 %, au lieu de 6,8 %).

Le déficit *énergétique* (cvs) est conforme à la moyenne des douze mois précédents (5 milliards de francs). Sur neuf mois cumulés et en données brutes, le déficit revient de 49,4 milliards de francs à 44 milliards, sous l'effet conjugué d'une hausse de 8 % des ventes et d'une baisse de 5 % des approvisionnements. La part des importations énergétiques dans le total hors matériel militaire est ramenée de 8,9 % à 6,8 % entre 1993 et 1995.

Après le repli observé en juillet, les échanges *industriels civils* (cvs) retrouvent depuis deux mois les niveaux élevés du premier semestre, et se soldent en septembre par un excédent de 4,1 milliards de francs, contre 4,9 milliards en moyenne au cours des douze mois précédents. Sur neuf mois et en données brutes, l'excédent passe de 25,3 milliards de francs à 45,1 milliards, à la suite d'une poussée plus vive des ventes (+ 13 %) que des achats (+ 11 %). Ajoutons que, entre 1993 et 1995, la part des biens industriels civils gagne deux points à l'exportation comme à l'importation dans le total des échanges hors matériel militaire (respectivement, 82,3 %, contre 80,2 % et 80,9 %, contre 78,7 %), la progression étant imputable, du côté des ventes, aux biens d'équipement professionnels (27,1 %, contre 25,2 %).

Le retour à la normale des exportations aéronautiques et navales au troisième trimestre explique le fléchissement de l'excédent des *biens d'équipement professionnels* : 4,2 milliards de francs en septembre, contre une moyenne mensuelle de 6,3 milliards pour le premier semestre. Le courant d'exportations reste toutefois soutenu par la vive expansion des ventes d'appareils mécaniques, de machines de bureau et de matériel électronique professionnel, notamment à destination de l'Allemagne, de l'Italie et du Royaume-Uni. Sur neuf mois cumulés, l'excédent des biens d'équipement professionnels fait plus que doubler (46,8 milliards de francs, au lieu de 21 milliards), les exportations augmentant de 17 % et les importations de 7 %. L'accroissement des seules ventes d'Airbus atteint 11 milliards de francs, alors que les livraisons étaient stables durant les trois dernières années.

Le déficit des *biens intermédiaires* tend à s'accroître (1,9 milliard de francs, contre 1,3 milliard en moyenne au cours des douze mois précédents). Sur neuf mois cumulés, il passe de 7 milliards de francs à 11 milliards, traduisant l'évolution des produits métalliques (- 5,1 milliards, au lieu de - 0,3 milliard).

Graphiques non disponibles

En dépit de la reprise saisonnière de septembre, les échanges *automobiles* demeurent inscrits dans la tendance baissière observée depuis décembre 1994, le solde continuant d'osciller depuis six mois autour de l'équilibre. D'un exercice à l'autre, l'excédent se réduit de moitié (3,2 milliards de francs, au lieu de 6,8 milliards), uniquement par la poussée des importations (+ 7 %). Les ventes de *pièces détachées et de matériel utilitaire de transport terrestre* confirment leur reprise, imputable au dynamisme du marché européen des camions. Le repli concomitant des importations entraîne la formation d'un excédent particulièrement élevé (2,6 milliards de francs, au lieu de 1,8 milliard en moyenne au cours des douze mois précédents). Sur neuf mois, cependant, l'excédent revient de 18,3 milliards de francs à 15,7 milliards, à la suite d'un sensible gonflement des importations (+ 19 %).

Enfin, la tendance à la résorption du déficit des échanges de *biens de consommation* se confirme. Le solde est en effet quasi équilibré et revient sur neuf mois cumulés de - 7,5 milliards de francs à - 3,1 milliards, à la suite d'une croissance plus forte des exportations que des importations (+ 8 %, contre + 5 %). Signalons toutefois que les ventes subissent actuellement un ralentissement, notamment dans les secteurs du textile et de la parachimie.

Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes

Les biens

(en données cvs)

L'excédent de ce poste, qui regroupe en balance des paiements les marchandises générales ¹ et le travail à façon, se réduit légèrement en septembre par rapport à la moyenne des huit premiers mois (4,5 milliards de francs, contre 5,4 milliards), mais s'accroît de 20 milliards de francs d'un exercice à l'autre (47,6 milliards de francs, contre 27,8 milliards au cours des neuf premiers mois de 1994) à la suite d'une vive progression des flux recensés à la ligne *marchandises générales* (10,5 % pour les exportations, 8,5 % pour les importations).

Les services

(en données cvs)

L'excédent du poste *services* est proche de la moyenne calculée sur les huit premiers mois (6 milliards de francs, contre 6,3 milliards), à l'instar du solde de la ligne *voyages* (+ 4,6 milliards de francs, contre + 4,8 milliards), laquelle fait toutefois apparaître une légère contraction des recettes et des dépenses par rapport à la moyenne des huit premiers mois (environ - 7 %). On ajoutera que les *services techniques*, excédentaires de 0,1 milliard de francs en moyenne depuis le début de l'année, dégagent en septembre un excédent de 1,5 milliard de francs, sous l'effet conjugué d'une poussée des recettes et d'un fléchissement des dépenses.

Sur l'ensemble des trois premiers trimestres, les recettes nettes de services enregistrent un léger repli (56,1 milliards de francs, au lieu de 58,6 milliards en 1994), résultat d'évolutions contrastées. Trois lignes voient leurs excédents s'effriter quelque peu : les *voyages* (43,3 milliards de francs, contre 45,8 milliards), en raison du dynamisme des dépenses (+ 5,3 %), les recettes étant au contraire stabilisées ; les *services techniques* (2,7 milliards de francs, contre 5,1 milliards), sous l'effet conjoint d'une baisse de 8 % des recettes et d'une hausse de 3 % des dépenses, notamment dans le secteur aéronautique et spatial ; les *assurances* (2,1 milliards de francs, contre 3,6 milliards), à la suite principalement d'une augmentation des dépenses nettes de réassurance. En revanche, le solde des *autres services* devient positif (+ 0,4 milliard de francs, contre - 0,6 milliard), essentiellement sous l'effet de l'évolution des interventions sur les marchés à terme.

¹ Statistiques douanières du commerce extérieur corrigées, selon les principes d'élaboration de la balance des paiements, des différences de champ territorial et des opérations sans transfert de propriété

Les autres biens et services (en données cvs)

Le solde excédentaire de cette ligne, résultat du rapprochement entre les transactions douanières, les règlements de marchandises correspondants et les crédits commerciaux, s'établit à 1,3 milliard de francs.

Les revenus (en données cvs)

Le déficit de ce poste est inférieur à la moyenne calculée sur les huit mois précédents (1,4 milliard de francs, contre 2,1 milliards), reflétant l'évolution des revenus d'investissements (– 1,2 milliard de francs, contre – 2,4 milliards). Les paiements nets de coupons et dividendes sont les plus faibles enregistrés depuis le début de l'année, notamment les arrérages sur titres publics, l'encours de valeurs du Trésor détenues par les non-résidents et portant intérêt au mois de septembre étant particulièrement réduit.

Le déficit cumulé des *revenus des investissements* depuis le début de l'année ressort à 20,2 milliards de francs, contre 38,3 milliards pour la période correspondante de l'année 1994. Cet allègement du déficit s'explique par une augmentation des encaissements nets d'intérêts, notamment pour les secteurs des administrations publiques et des banques (progression de 9 milliards de francs) et par une diminution sensible des dépenses nettes de coupons courus non échus payés lors de négociations de titres de créances (contraction de 8 milliards de francs).

Les transferts courants (en données brutes)

Sur l'ensemble des trois premiers trimestres, les relations financières des administrations publiques avec les institutions de l'Union européenne sont à l'origine de la réduction de 10 milliards de francs du déficit des transferts courants (18,3 milliards de francs, contre 28,7 milliards). Une moitié de cet allègement provient de la hausse des recettes perçues au titre des fonds communautaires (FEOGA, Fonds social, Fonds de développement régional). L'autre moitié s'explique par la baisse de la contribution française apportée au budget européen.

4.2.1.2. Le compte de capital

Sur l'ensemble des trois trimestres, les transferts en capital atteignent un montant plus restreint qu'au cours de la période correspondante de 1994 (– 1 milliard de francs, contre – 2,7 milliards). Ils se répartissent pour moitié entre abandons de créances du secteur officiel et moins-values sur cessions de créances bancaires, alors que le montant enregistré l'an passé durant cette période correspondait essentiellement à des abandons consentis dans le cadre d'opérations de titrisation de créances sur certains pays.

4.2.1.3. Le compte financier ¹

Au cours du mois de septembre 1995, le compte financier a enregistré des entrées nettes de 1,9 milliard de francs.

Flux financiers à long terme

Leur solde s'est établi à + 3,4 milliards de francs.

Les opérations d'investissements directs avec l'étranger ont dégagé des entrées nettes de 1,8 milliard de francs, après des sorties de 5,2 milliards au mois d'août. Le flux net des investissements étrangers en France a atteint 6,7 milliards de francs, du fait notamment de l'importante prise de participation d'une entreprise américaine.

¹ Cf. tableaux détaillés 15 et 16 dans la partie « statistiques »

Les investissements de portefeuille ont donné lieu à des sorties nettes de 4,2 milliards de francs qui viennent presque exactement neutraliser les entrées enregistrées le mois précédent. Les achats par les résidents de titres étrangers ont été élevés (20,4 milliards de francs), notamment sous forme d'obligations et de bons du Trésor. Les non-résidents ont, pour leur part, acquis 16 milliards de francs de titres français essentiellement en obligations assimilables du Trésor (11,1 milliards) et BTAN (5,7 milliards).

Les prêts bancaires à long terme ont été à l'origine d'entrées de 6,7 milliards de francs, du fait notamment de nouveaux prêts de l'étranger (9,2 milliards de francs).

Flux financiers à court terme (hors avoirs de réserve)

Les flux financiers à court terme se sont soldés par des sorties nettes de 1,5 milliard de francs.

Les opérations à court terme du secteur bancaire sont à l'origine d'entrées nettes de 18,2 milliards de francs. Les opérations des non-résidents sur le franc ont contribué à ce mouvement pour 8,6 milliards de francs, le flux très important des emprunts de francs par les non-résidents (– 71,4 milliards) se trouvant compensé par une augmentation des dépôts de 45,5 milliards et par de nouveaux achats de francs à terme par les non-résidents pour 39,9 milliards. Les opérations en devises de la clientèle résidente sont également à l'origine d'entrées de 10,1 milliards de francs, du fait du solde net de leurs opérations de change à terme (+ 7,1 milliards) et d'une augmentation de leurs avances en devises (6,1 milliards). La transformation d'échéances en devises des banques résidentes a, par ailleurs, provoqué des entrées nettes de 5,4 milliards de francs.

Les flux financiers à court terme des « autres secteurs » sont, quant à eux, à l'origine de sorties de 21 milliards de francs.

Avoirs de réserve (bruts)

Les avoirs de réserve bruts sont restés stables au cours du mois de septembre.

4.2.2. Les résultats du troisième trimestre 1995

Le troisième trimestre 1995 fait apparaître, en données corrigées des variations saisonnières, une nette contraction de l'excédent des transactions courantes (+ 6,1 milliards de francs, au lieu de + 23,3 milliards au cours du trimestre précédent), qui trouve son origine dans une diminution de l'excédent des *services* et dans une accentuation des déficits enregistrés en *revenus* et en *transferts courants*.

4.2.2.1. Les principales évolutions des transactions courantes

L'excédent de la ligne *marchandises générales* varie peu en données cvs (13,3 milliards de francs, après 12,6 milliards), mais se contracte sensiblement en données brutes (8,5 milliards de francs, au lieu de 13,4 milliards), le solde douanier brut passant, en effet, de + 31,4 milliards de francs à + 21,2 milliards, d'un trimestre à l'autre.

Trois lignes sont à l'origine de la diminution de l'excédent des *services* en données cvs (16,2 milliards de francs, au lieu de 20,5 milliards). Le solde de la ligne *voyages* revient de + 14,3 milliards de francs à + 13,2 milliards par un effet de masses, les recettes et les dépenses se contractant de 7 %. L'excédent des *services techniques* fléchit (0,7 milliard de francs, contre 1,8 milliard), en raison de fortes dépenses effectuées par le secteur aéronautique et spatial. Enfin, les commissions du secteur bancaire sont à l'origine du retournement du solde des *autres services* (– 1,1 milliard de francs, contre + 0,5 milliard).

L'accentuation du déficit des *revenus* en données cvs (9,8 milliards de francs, après 4,2 milliards) tient principalement aux *revenus des investissements*, dont le solde passe de – 3,8 milliards de francs à – 9,9 milliards. Les données brutes font apparaître, au contraire, un allègement du déficit de cette ligne par rapport au deuxième trimestre (6,2 milliards de francs, au lieu de 7,5 milliards), du fait de moindres versements de coupons et dividendes. Comparées au troisième trimestre de 1994, les données brutes comme les données cvs montrent également une diminution du déficit des *revenus d'investissements* (9,9 milliards de francs, au lieu de 11,4 milliards en chiffres cvs), les flux de coupons courus non échus réglés à l'occasion des négociations de titres de portefeuille étant légèrement excédentaires, alors qu'ils étaient nettement déficitaires au cours du trimestre correspondant de l'année précédente.

Le sensible élargissement du déficit des *transferts courants* en données brutes (17,2 milliards de francs, au lieu de 10,5 milliards) est imputable aux administrations publiques, qui avaient, au deuxième trimestre, enregistré des recettes substantielles en provenance du Fonds social européen et bénéficié d'un ajustement à la baisse de la contribution française au budget des institutions de l'Union.

4.2.2.2. Le compte financier

Au cours du troisième trimestre 1995, le compte financier a enregistré des entrées nettes d'un montant de 16 milliards de francs, hors avoirs de réserve bruts. Ces derniers ont, pour leur part, augmenté de 1,1 milliard de francs.

Flux financiers à long terme

Les flux financiers à long terme sont à l'origine d'entrées nettes de 1,1 milliard de francs, après 18,6 milliards au cours du trimestre précédent.

Les investissements directs sont restés plus importants dans le sens des opérations françaises à l'étranger et ont donc dégagé un solde négatif (– 4,7 milliards de francs).

Les investissements de portefeuille ont fait apparaître des sorties nettes (– 4,3 milliards de francs), à l'inverse du mouvement observé au cours du trimestre précédent (+ 15,4 milliards de francs). Les achats de titres français par les non-résidents ont en effet assez fortement reculé (30,9 milliards de francs, au lieu de 50,6 milliards), du fait notamment d'acquisitions d'actions beaucoup plus réduites.

Les autres investissements ont entraîné des entrées nettes de 10,1 milliards de francs qui s'expliquent principalement par les opérations à long terme du secteur bancaire (8,3 milliards).

Flux financiers à court terme (hors avoirs de réserve bruts)

Hors avoirs de réserves bruts, les flux financiers à court terme ont généré 14,9 milliards de francs d'entrées nettes.

Les opérations à court terme du secteur bancaire se sont soldées par des sorties nettes de 4,7 milliards de francs qui sont liées aussi bien aux opérations en francs des non-résidents qu'à celles en devises de la clientèle résidente.

Les flux financiers à court terme du secteur des autorités monétaires, des administrations publiques et des autres secteurs ont dégagé des entrées nettes de 19,6 milliards de francs.

La balance des paiements

Avoirs de réserve (bruts)

Les avoirs de réserve ont progressé de 1,1 milliard de francs au troisième trimestre 1995.

LA BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE Soldes complémentaires <i>(en données brutes – en millions de francs)</i>							
	Année 1994 (a)	Année 1993 (a)	3 ^e trim. 1994 (a)	4 ^e trim. 1994 (a)	1 ^{er} trim. 1994 (a)	2 ^e trim. 1995 (b)	3 ^e trim. 1995 (c)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	52 383	44 743	5 945	13 758	36 164	24 209	8 832
COMPTE DE CAPITAL (transferts en capital)	-447	-25 537	-2 236	-363	-459	-325	-175
INVESTISSEMENTS DIRECTS	-139	332	928	-16 918	-2 890	-1 351	-4 674
Solde à financer	51 797	19 538	4 637	-3 523	32 815	22 533	3 983
SECTEURS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (d)	-776	38 831	10 300	6 321	-12 238	4 913	3 830
AUTRES SECTEURS (sociétés, ménages)	228 432	-297 876	-77 878	-52 625	-45 636	76 839	13 211
ERREURS ET OMISSIONS NETTES	14 952	23 316	40 238	35 142	-4 877	21 854	-23 481
Solde global = proxy de la contrepartie « extérieur » de M3	294 405	-216 191	-22 703	-14 685	-29 936	126 139	-2 457
SECTEUR BANCAIRE (e)	-304 756	317 542	46 221	19 212	31 752	-125 782	3 586
SECTEUR DES AUTORITES MONÉTAIRES (f)	10 351	-101 351	-23 518	-4 527	-1 816	-357	-1 129
Avoirs de réserve (bruts)	30 864	-13 505	-2 818	-327	-1 816	-357	-1 129
Engagements	-20 513	-87 846	-20 700	-4 200	0	0	0
(a) Chiffres définitifs (b) Chiffres semi-définitifs (c) Chiffres provisoires (d) Y compris les BTF (e) Pour des raisons de disponibilité statistique, seuls les flux financiers à court et long terme hors investissements directs et investissements de portefeuille sont compris dans le secteur bancaire, les OPCVM sont dans la rubrique « Autres secteurs ». (f) Signe négatif = augmentation d'avoirs Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 85 Mise à jour le 7 décembre 1995							

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

5.1. Les marchés de taux d'intérêt et la politique monétaire

Dans un environnement international qui est resté caractérisé par une tendance générale à la baisse des taux, les marchés français ont connu, en novembre, une orientation favorable, plus marquée que sur les autres places. Cette sensible amélioration a plus particulièrement concerné la partie courte de la courbe des rendements.

La réaffirmation par le président de la République, lors d'une allocution télévisée le 26 octobre, de son attachement à la stabilité du franc et à la réduction des déficits, et la présentation du plan de réforme de la Sécurité sociale, le 15 novembre, ont été bien accueillies par les investisseurs.

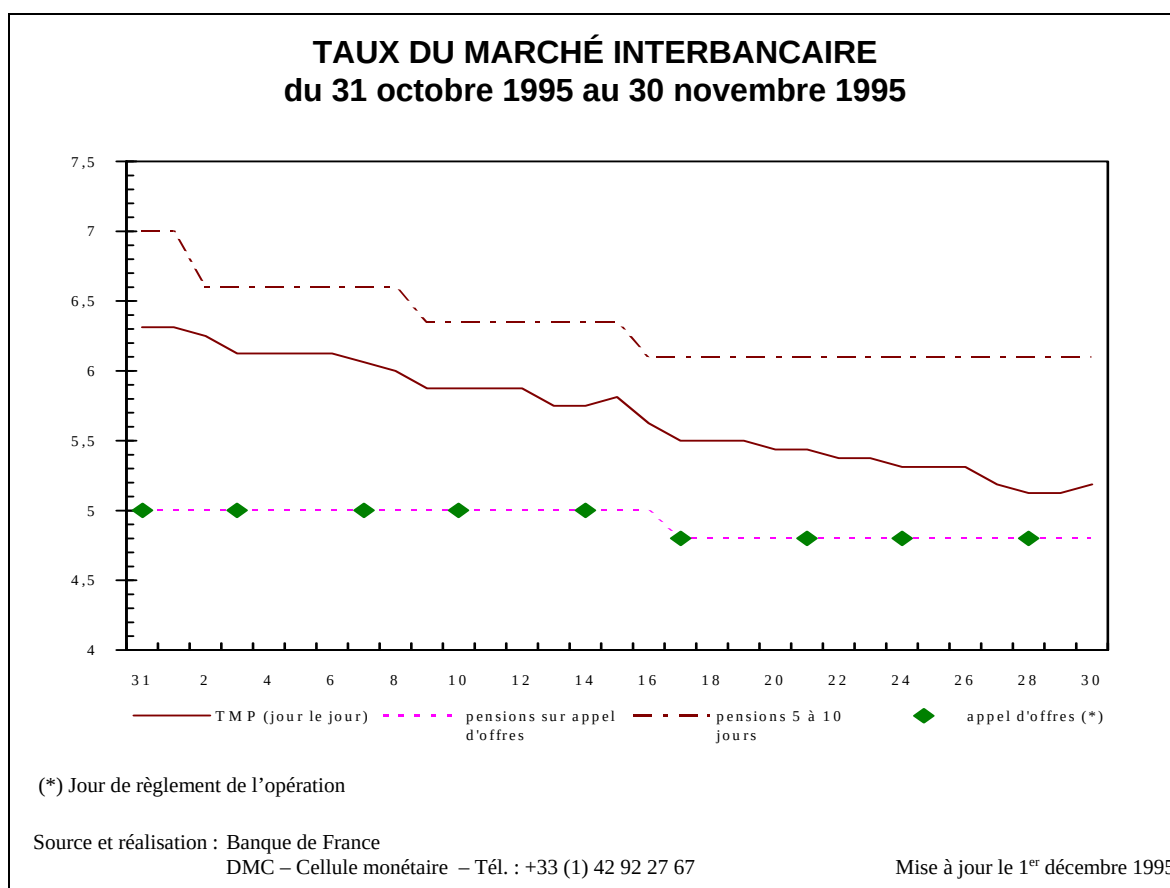
Dans ce contexte, le Conseil de la politique monétaire a poursuivi la détente des taux directeurs de la Banque de France :

- le 2 novembre, le taux des pensions à 24 heures, qui avait déjà été réduit de 25 points de base en octobre, a été ramené de 7,0 % à 6,6 % ;
- le 9 novembre, le guichet des pensions de 5 à 10 jours a été rétabli et son taux fixé à 6,35 % ;
- le 16 novembre, le taux des pensions de 5 à 10 jours a été abaissé à 6,1 %, et le taux des appels d'offres, pour la première fois depuis juillet 1994, a été révisé à la baisse et ramené à 4,8 %, soit, pour la principale source de refinancement des banques, le taux le plus bas depuis plus de 20 ans.

Cette détente des conditions monétaires pratiquées par la Banque centrale s'est accompagnée d'un recul général des taux de marchés sur le comptant, qui se sont repliés jusqu'à toucher des niveaux qui n'avaient pas été enregistrés depuis plus de six mois.

Le marché obligataire s'est montré bien orienté, sous l'effet des facteurs internes précédemment évoqués mais aussi en raison de la bonne tenue du marché américain où les signes de ralentissement de la croissance ont permis une forte détente des taux à long terme. L'écart OAT-*Bund*, qui avait approché 90 points de base au début du mois, s'est en conséquence resserré.

5.1.1. La liquidité bancaire et le marché interbancaire au jour le jour



Le loyer de l'argent au jour le jour s'est régulièrement détendu pour revenir sur une fourchette de 5 1/8 %-5 1/4 %, au lieu de 6 3/16 %-6 5/16 % à la fin du mois d'octobre.

Le volume des concours de la Banque de France octroyés aux établissements de crédit a quelque peu diminué, passant de 95,3 milliards de francs le 31 octobre à 91,9 milliards le 30 novembre.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 octobre-15 novembre se sont élevées à 19,3 milliards de francs (dont 13,5 milliards d'encaisses en billets), soit un niveau légèrement inférieur à la moyenne requise (19,8 milliards).

ÉVOLUTION EN MOYENNE MENSUELLE DES FACTEURS AGISSANT SUR LA LIQUIDITÉ DES BANQUES (a)

(en milliards de francs)

	Octobre 1995	Novembre 1995	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	-242,7	-242,1	0,6
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b)	-7,3	-6,3	1
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	124,4	124,8	0,4
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	6,3	8,4	2,1
DIVERS	13,7	10,5	-3,2
TOTAL	-105,7	-104,6	1,1
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres	67,6	74,2	6,6
– Autres pensions	24,5	11,8	-12,7
– Bons du Trésor achetés ferme	21,3	22,2	0,9
– Opérations d'escompte net	0,3	0,2	-0,1
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	-8	-3,8	4,2
TOTAL	105,7	104,6	-1,1

(a) Les facteurs précédés du signe négatif agissent dans le sens d'une diminution de la liquidité.

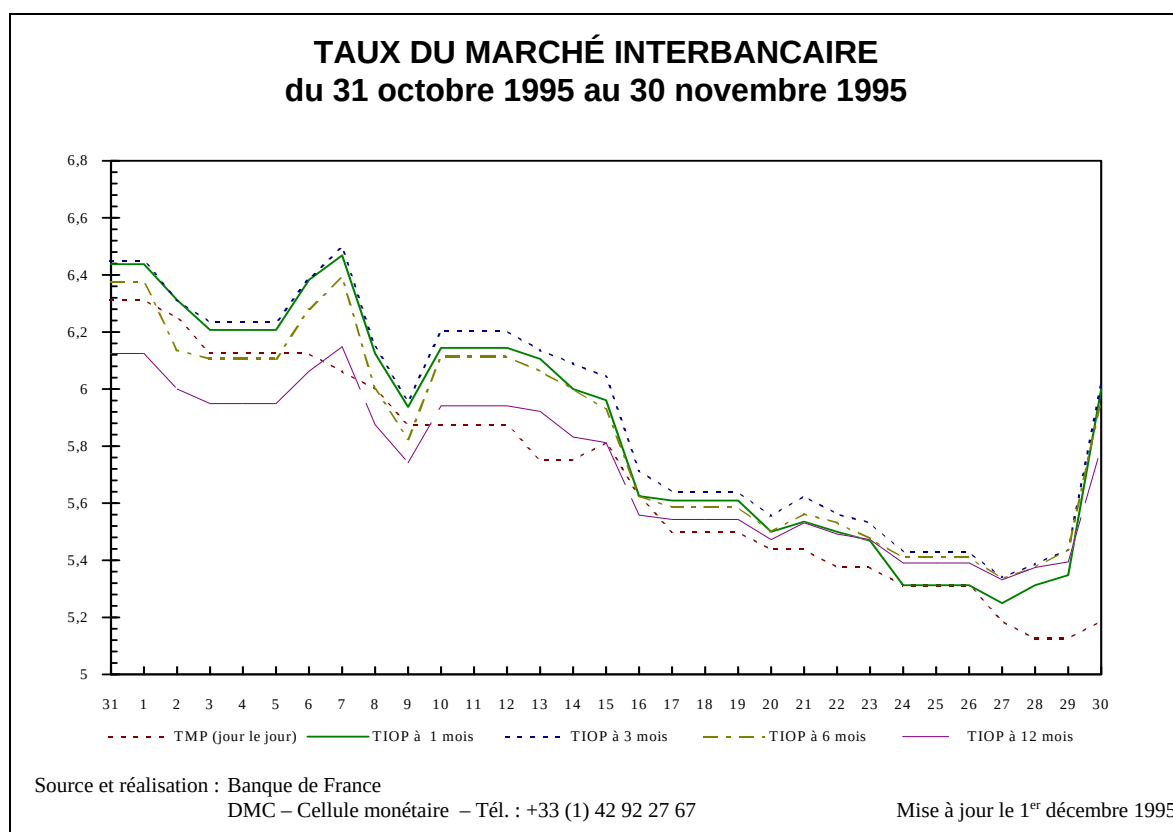
(b) Ces montants ne comprennent pas les encaisses en billets que les établissements assujettis sont autorisés à inclure dans leurs réserves constituées depuis le 16 octobre 1990.

Source et réalisation : Banque de France

DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42-92-27-67

Mise à jour le 1^{er} décembre 1995

5.1.2. Le marché de terme interbancaire et le contrat « Pibor 3 mois » du Matif



Les rendements courts interbancaires, qui ont évolué en liaison étroite avec la parité du deutschemark-franc, se sont sensiblement détendus pendant la majeure partie du mois. Ainsi le TIOP 1 mois est revenu de 6,4375 % le 31 octobre à 5,25 % le 27 novembre, tandis que le taux à 3 mois se repliait de 6,45 % à 5,34 %. À cette date, les TIOP 1 mois, 3 mois, 6 mois, 12 mois ont retrouvé leur plus bas niveau depuis respectivement février 1995, novembre 1994, juin 1994 et mai 1994. Cette très nette détente a suivi l'annonce du plan de réforme du financement de la Sécurité sociale par le gouvernement.

Cette amélioration, qui a concerné l'ensemble des marchés de taux et de change, a permis au Conseil de la politique monétaire de prendre les décisions suivantes :

- le 2 novembre, le taux des pensions à 24 heures a été abaissé à 6,6 %, contre 7,0 % précédemment ;
- le 9 novembre, le guichet des pensions de 5 à 10 jours a été rétabli et son taux fixé à 6,35 % ;
- le 16 novembre, le taux des appels d'offres a été réduit de 5,0 % à 4,8 % et le taux des pensions de 5 à 10 jours a été ramené à 6,1 %.

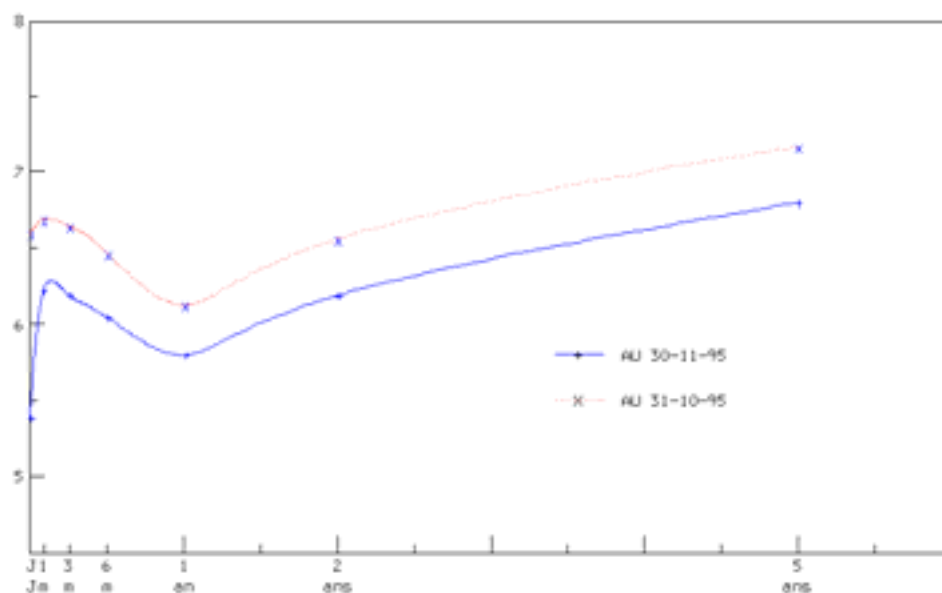
Cette tendance s'est quelque peu infléchie au cours des tout derniers jours du mois, les investisseurs s'interrogeant sur la possibilité d'une mise en œuvre des réformes annoncées par le gouvernement dans un contexte de développement de conflits sociaux.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

	31 octobre 1995	30 novembre 1995	Variation
TIOF à 1 mois	6,4375	6,0	-0,4375
TIOF à 3 mois	6,4492	6,0156	-0,4336
TIOF à 6 mois	6,375	5,9609	-0,4141
TIOF à 1 an	6,125	5,7969	-0,3281
Taux à 2 ans	6,56	6,19	-0,37
Taux à 5 ans	7,17	6,8	-0,37

Au total, sur l'ensemble du mois, les taux se sont détendus de manière décroissante en fonction des échéances, dans des proportions comprises entre 30 points de base et 44 points de base.

STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels

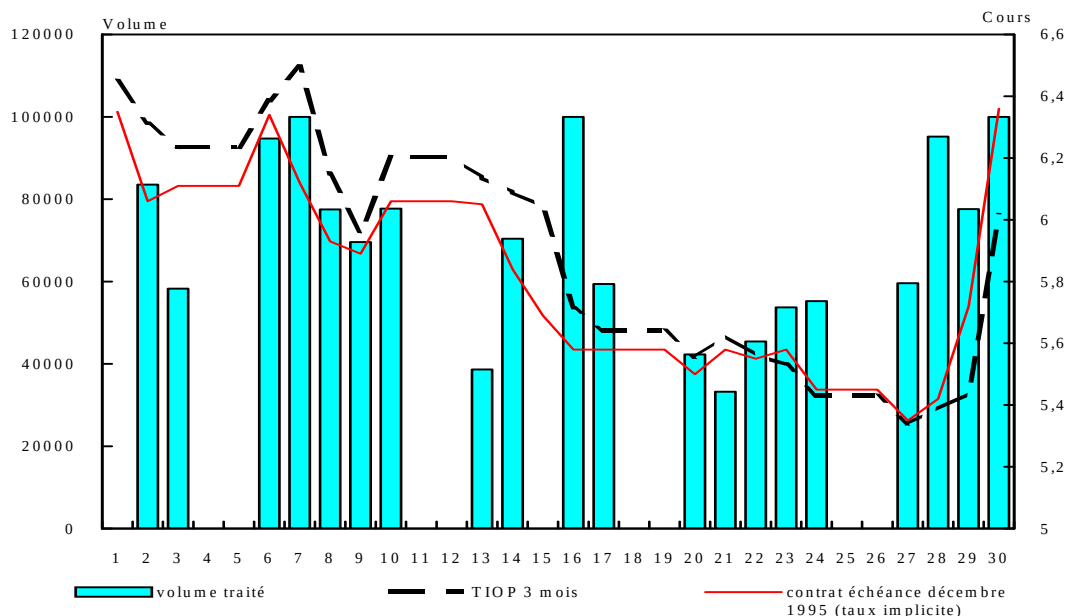


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 11 décembre 1995

Sur le Matif, le taux implicite du contrat Pibor 3 mois échéance mars 1996 a suivi des évolutions parallèles à celles du taux au comptant. Il est ainsi passé de 5,76 %, le 31 octobre, à 5,16 %, le 27 novembre, pour remonter à 5,69 % en fin de mois. À cette date, il était cependant inférieur d'environ 40 points de base au taux au comptant, ce qui reflétait le maintien d'anticipations de baisse des taux courts au premier trimestre 1996.

ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS du 31 octobre 1995 au 30 novembre 1995



Source et réalisation : Banque de France

DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 1^{er} décembre 1995

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois de novembre, le Trésor a procédé à l'adjudication de 89,3 milliards de bons à taux fixe en francs (16,5 milliards de BTAN et 72,8 milliards de BTF), soit un volume d'émissions brutes en nette diminution par rapport à celui du mois précédent (103,6 milliards dont 14,9 milliards de BTAN et 88,7 milliards de BTF).

Au 30 novembre, l'encours total de bons en circulation atteignait 1 076,6 milliards de francs, contre 1 135 milliards le 31 octobre. Il convient d'y ajouter 6,7 milliards de bons en écus.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES									
Date	Catégorie	Durée	Soumis- sions	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués		Taux actuariel annuel moyen	Taux inter- bancaire
(a)	(b)		(c)		(d)	(e)			(f)
6 nov. 1995	BTF	4 sem.	27 190	11 374	1 366	6,24	6,28	6,54	6,67
6 nov. 1995	BTF	13 sem.	27 447	13 644	1 639	6,27	6,31	6,54	6,63
6 nov. 1995	BTF	26 sem.	12 150	3 422	416	6,10	6,15	6,32	6,47
8 nov. 1995	BTAN 9 %	2 ans	1 345	225	0	102,38	102,30	5,58	6,32
13 nov. 1995	BTF	5 sem.	25 417	5 689	702	5,93	5,94	6,19	6,11
13 nov. 1995	BTF	13 sem.	32 503	11 369	1 394	6,00	6,03	6,24	6,37
13 nov. 1995	BTF	42 sem.	10 450	3 414	412	5,80	5,84	5,93	5,61
16 nov. 1995	BTAN 9 %	2 ans	29 536	16 038	2 338	100,41	100,36	5,55	5,48
20 nov. 1995	BTF	13 sem.	46 136	12 008	266	5,33	5,35	5,53	5,75
20 nov. 1995	BTF	29 sem.	14 242	4 006	92	5,26	5,28	5,41	5,66
27 nov. 1995	BTF	13 sem.	18 361	5 005	119	4,90	4,93	5,08	5,53
27 nov. 1995	BTF	28 sem.	14 231	3 004	31	5,08	5,10	5,22	5,48
(a) Date d'adjudication (b) BTF : bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté ; BTAN : bons du Trésor à intérêt annuel (c) En millions de francs (d) Montants additionnels au taux moyen réservé aux spécialistes en valeurs du Trésor (adjudications non compétitives) (e) Pour les BTF, les soumissions sont exprimées en taux de rendement postcompté. (f) Taux interbancaire calculé en termes actuariels pour des opérations de durée équivalente Source : Banque de France DST – Tél. : +33 (1) 42 92 55 99 Réalisation : Banque de France DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67 Mise à jour le 1 ^{er} décembre 1995									

Les taux à l'émission ont suivi une évolution analogue à celle des rendements interbancaires. S'agissant des titres à 13 semaines, leurs rendements ont ainsi reculé de 145 points de base entre le 6 et le 27 novembre. Sur les échéances plus longues, le mouvement de détente a été un peu moins prononcé, puisqu'il n'a guère excédé 100 points de base.

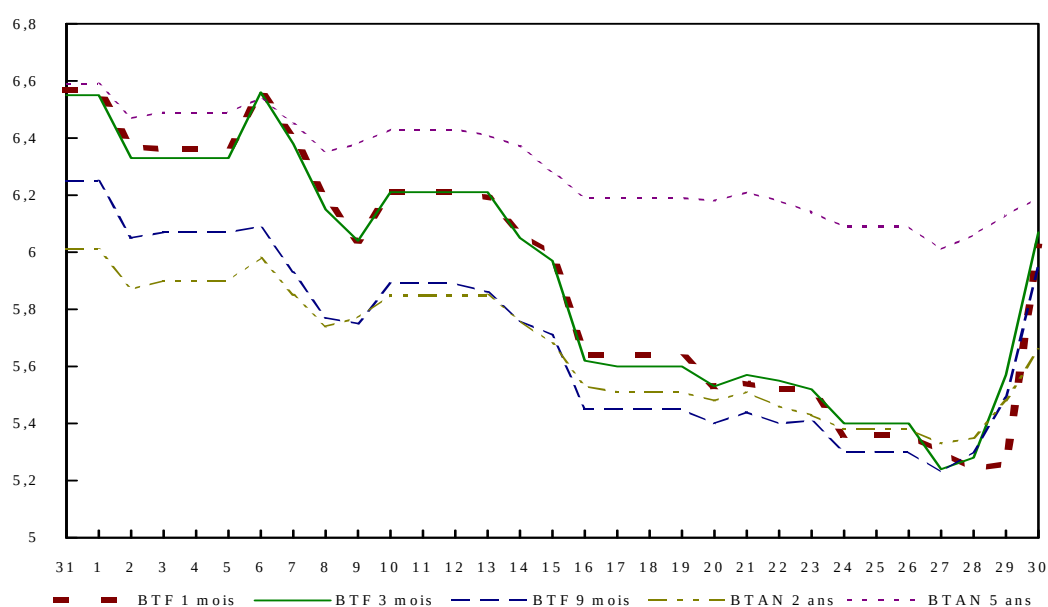
En ce qui concerne les BTAN, l'adjudication du 16 novembre s'est traduite par une baisse des taux à l'émission de 68 points de base sur la tranche à deux ans par rapport à la précédente adjudication du 19 octobre.

Marché secondaire

Le marché secondaire des bons du Trésor a connu au mois de novembre une détente graduelle de l'ensemble des taux de rendement, quelque peu contrariée en fin de période sur les échéances les plus rapprochées par les tensions ayant affecté les marchés de taux courts.

Ainsi, dans un premier temps, l'ensemble des rendements des bons du Trésor se sont inscrits en baisse sous l'effet du bon accueil réservé au plan de réforme du financement de la Sécurité sociale par le marché et de la baisse des taux directeurs le 16 novembre. Ainsi, jusqu'à la dernière semaine du mois de novembre, le taux de rendement du BTF à 1 mois a perdu 120 points de base, 100 points de base pour le 3 mois et 60 points de base pour l'année, et celui des BTAN à 2 ans et 5 ans 67 centimes et 58 centimes respectivement.

**TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR
du 31 octobre 1995 au 30 novembre 1995**



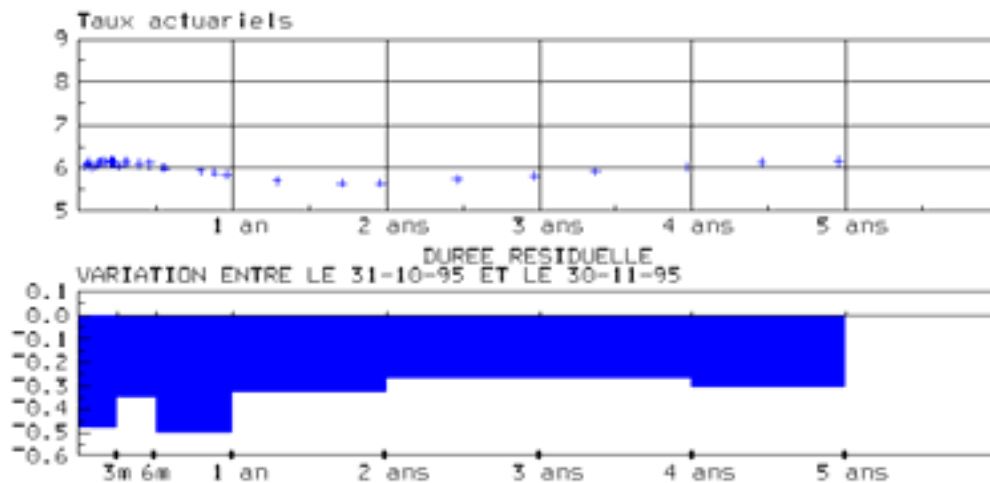
Source et réalisation : Banque de France

DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 1^{er} décembre 1995

Toutefois, les tensions observées les derniers jours du mois se sont soldées par une remontée des taux de l'ensemble des échéances de bons du Trésor, qui n'a cependant pas effacé totalement la détente enregistrée en début de période. Ainsi sur l'ensemble du mois, les échéances à 1 mois, 3 mois et 6 mois des BTF ont enregistré une détente de respectivement 50 points de base, 46 points de base et 36 points de base de leurs rendements. Sur les BTAN, les échéances à 1 an, 2 ans et 5 ans perdent respectivement 23 points de base, 36 points de base et 41 points de base de rendement au terme d'une évolution moins marquée que sur les BTF.

BONS DU TRÉSOR TAUX DE RÉFÉRENCE BANQUE DE FRANCE au 29 novembre 1995



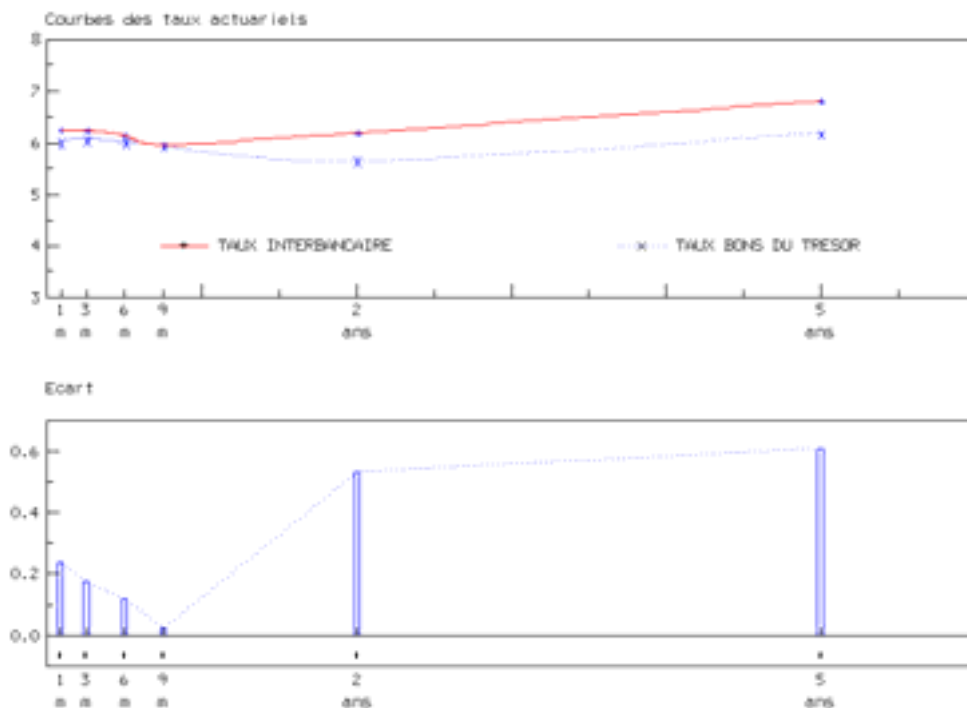
Source et réalisation : Banque de France

DMC- Cellule monétaire - Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 11 décembre 1995

La détente observée sur les taux de rendements des bons du Trésor, en novembre, s'est toutefois effectuée selon une translation quasi parallèle des rendements à l'ensemble des échéances de sorte que la courbe des taux des titres d'État, quasiment plate à la fin du mois d'octobre, n'avait subi qu'une légère modification de terme à la fin du mois (notamment une inversion un peu plus forte de la courbe entre les échéances à 1 an et 2 ans).

**COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT
MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR
ET MARCHÉ INTERBANCAIRE
au 30 novembre 1995**



Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

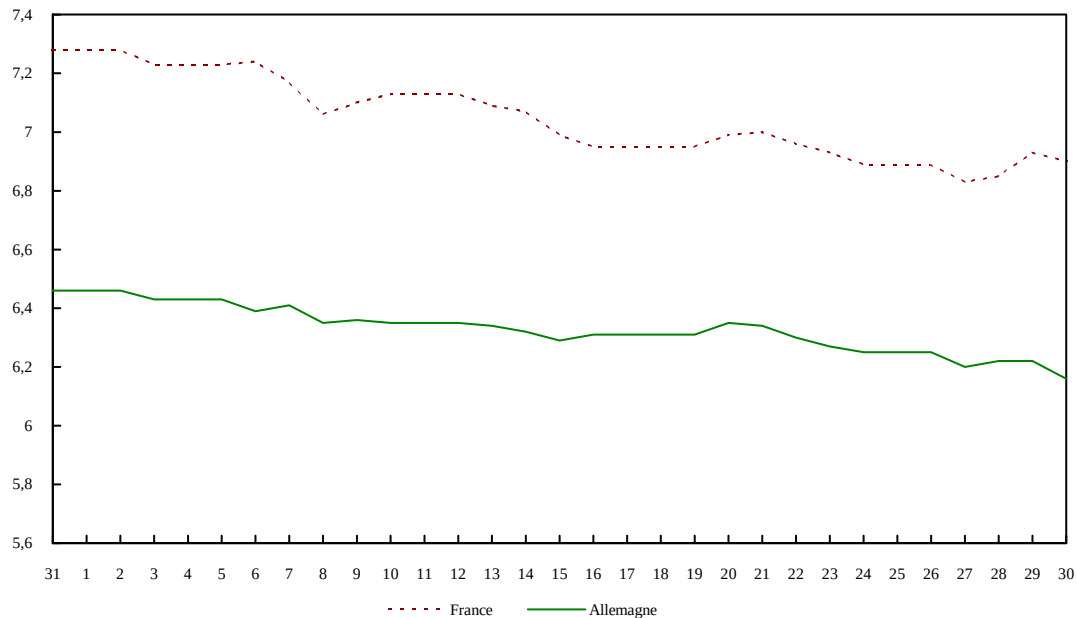
Mise à jour le 11 décembre 1995

En terme d'écarts avec le marché interbancaire, la fin du mois de novembre a été marquée par une réduction de ces écarts sur les échéances à 6 mois et à 9 mois. Pour les autres maturités, ces écarts sont stables.

5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notional

Les marchés de taux longs français ont bénéficié de la détente intervenue sur le compartiment du court terme et de l'orientation favorable des marchés obligataires américain et allemand.

ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 31 octobre 1995 au 30 novembre 1995



Taux de négociation sur le marché secondaire de la ligne d'emprunt d'État considérée comme la plus représentative

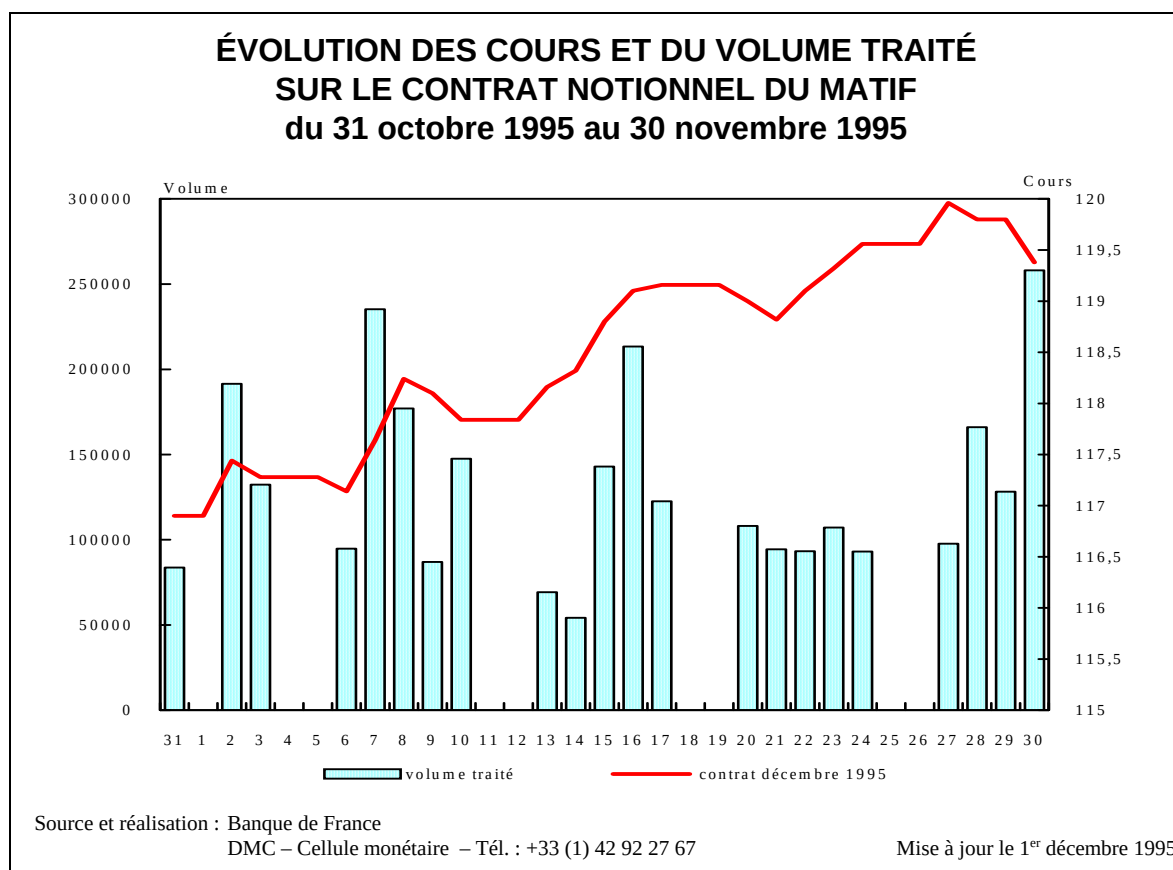
Source et réalisation : Banque de France

DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 1^{er} décembre 1995

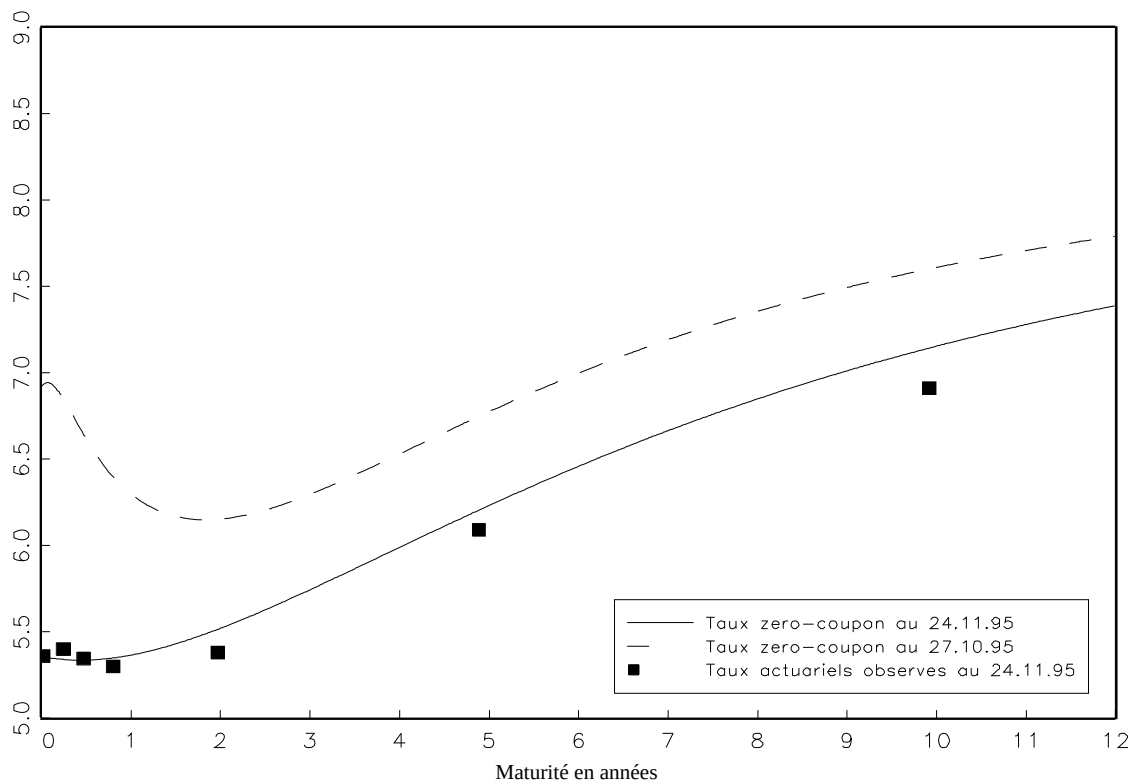
Ainsi, sur l'ensemble de la période, le taux de rendement de l'emprunt phare à 10 ans s'est détendu de 38 points de base, touchant le plus bas de l'année à 6,82 %, le 27 novembre 1995. Parallèlement, le cours de l'échéance décembre du contrat notionnel a progressé de 248 centimes. Cette amélioration s'est accompagnée d'une progression de la position ouverte qui a cru de 29 800 contrats pour atteindre 188 500 contrats en fin de mois.

Cette bonne disposition du marché obligataire a permis une réduction marquée de l'écart OAT-*Bund* de 82 points de base à 63 points de base le 27 novembre. Les tensions en fin de mois n'ayant qu'un impact négatif limité, l'écart par rapport au marché allemand se situait encore en dessous de son niveau du 31 octobre à fin novembre (74 points de base).



Au cours du mois écoulé, la courbe des rendements du 2 ans au 10 ans a subi une translation parallèle vers le bas d'une quarantaine de points de base, alors que l'inversion de pente observée sur la partie courte s'est estompée sous la baisse prononcée des taux interbancaires.

TAUX D'INTÉRÊT ZÉRO-COUPON ET TAUX ACTUARIELS



Source et réalisation : Banque de France
DGE – DEER – Tél. : + 33 (1) 42 92 49 78

Mise à jour le 11 décembre 1995

5.1.5. La tendance récente sur les marchés de taux d'intérêt

(arrêtée au 11 décembre)

Jusqu'au 4 décembre, les tensions observées sur les marchés de taux au cours des derniers jours du mois de novembre se sont poursuivies. Par la suite, un mouvement de détente relativement prononcé s'est de nouveau enclenché, parallèlement au raffermissement du franc. Dans ce contexte, le Conseil de la politique monétaire a décidé, le jeudi 7 décembre, une réduction de 10 points de base du taux des appels d'offres, à 4,7 %.

5.2. Les émissions

Au cours du mois de novembre, l'encours global des titres de créances négociables s'est contracté de 20,5 milliards de francs. Cette baisse est essentiellement due à la diminution des certificats de dépôt, pour un montant de 26,4 milliards de francs. L'encours des bons à moyen terme a augmenté de 1 milliard de francs. L'encours des bons des institutions financières a subi un recul de 2,9 milliards de francs, tandis que celui des billets de trésorerie progressait de 7,8 milliards. Les taux d'intérêt ont régulièrement et fortement baissé pour tous les titres et toutes les durées.

Les marchés primaires obligataires français ont de nouveau connu dans l'ensemble une activité assez faible en novembre. Toutefois, l'annonce du plan de réforme de la Sécurité sociale s'est accompagnée, dans la seconde partie du mois, d'une légère reprise des émissions confortée par la réouverture du marché de l'eurofranc.

5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables

Certificats de dépôt (CDN)

L'encours des certificats de dépôt s'établissait en données provisoires à 798,9 milliards de francs le 24 novembre, contre 825,3 milliards le 27 octobre et 743,8 milliards le 29 septembre.

Les émissions réalisées au cours du mois de novembre ont atteint 328,1 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 412,6 milliards en octobre et 557,5 milliards en septembre (354,5 milliards, contre 331,1 milliards et 588,7 milliards pour les tombées).

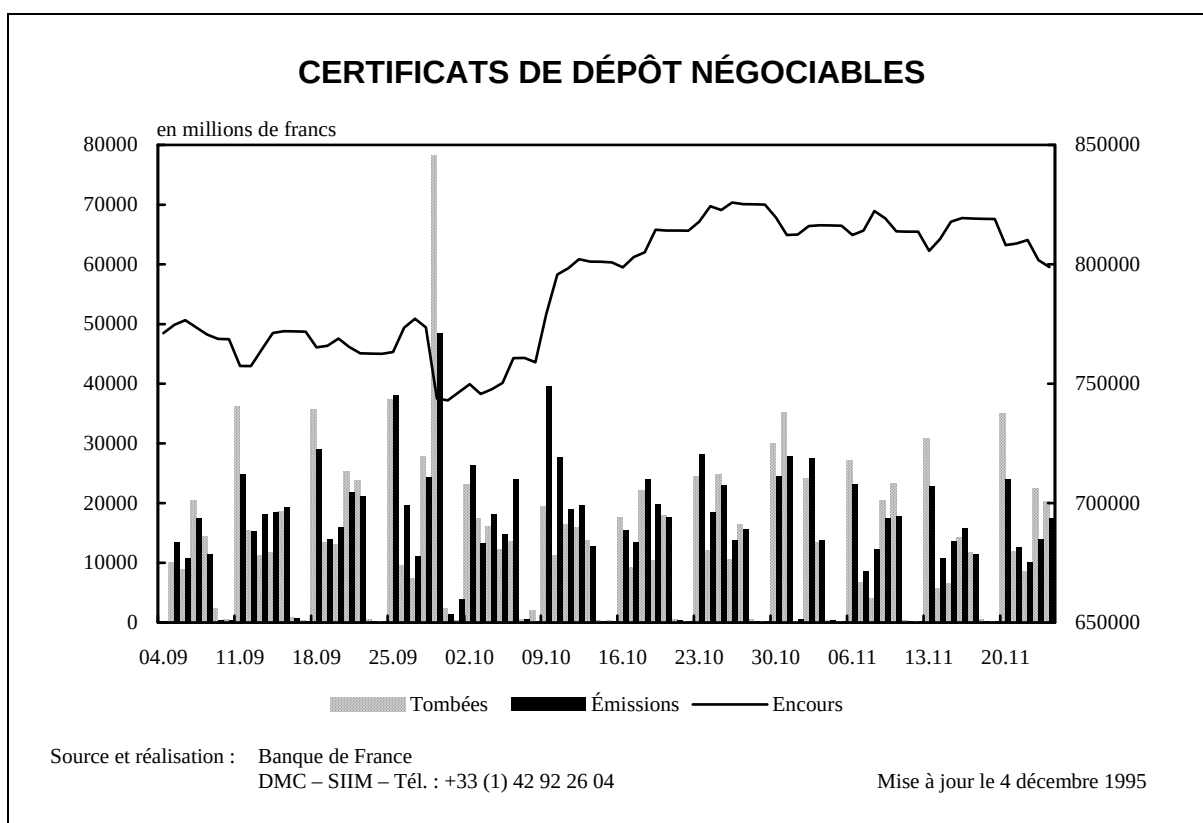
Parmi les émetteurs dont l'encours a augmenté, neuf ont progressé de plus de 1 milliard de francs pendant le mois sous revue. Il s'agit de la Caisse des dépôts et consignations (+ 15,5 milliards de francs), J.-P. Morgan et Cie (+ 4,4 milliards), la Banque fédérative de Crédit mutuel (+ 2,7 milliards), Internationale Nederlanden Bank-Ing Bank (+ 1,6 milliard), Kredietbank (+ 1,5 milliard), Banco Bilbao Vizcaya (+ 1,2 milliard), la Caisse régionale de crédit agricole du Centre-Est (+ 1,2 milliard), l'Union industrielle de crédit (+ 1,1 milliard) et la Caisse centrale de réescompte (+ 1,1 milliard).

Pour la même période, parmi les émetteurs dont l'encours a enregistré une baisse, six ont décliné de plus de 2 milliards de francs : la Société générale (– 8,5 milliards), la Compagnie parisienne de réescompte (– 4,3 milliards), la Banque française du commerce extérieur (– 4,1 milliards), le Crédit lyonnais (– 2,7 milliards), la Banque internationale de placement (– 2,6 milliards) et la BRED-Banque populaire (– 2 milliards).

La répartition des souscripteurs s'est un peu modifiée par rapport au mois précédent. Les sociétés et entreprises industrielles ont souscrit à hauteur de 25,7 %, contre 32,1 % en octobre, et les établissements de crédit se sont portés acquéreurs de 27,2 %, contre 29,9 %. Les durées initiales se répartissent comme suit.

Les émissions

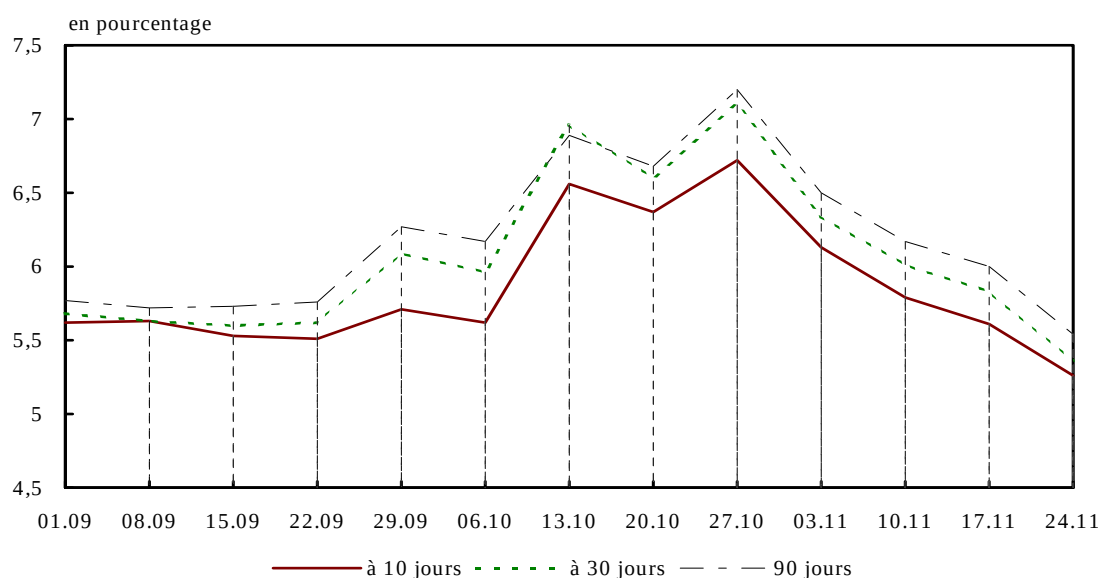
Durée	Montant (en milliards de francs)	Répartition (en pourcentage)
10 jours à moins d'1 mois	67,5	20,6
De 1 mois à moins de 3 mois	175,0	53,3
De 3 mois à moins de 6 mois	80,8	24,6
De 6 mois à un an	4,8	1,5
Total	328,1	100,0



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 372 le 24 novembre, contre 375 le 27 octobre et 380 le 29 septembre.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN*(en pourcentage)*

	30 octobre au 3 novembre	6 au 10 novembre	13 au 17 novembre	20 au 24 novembre
Certificats à 10 jours (moyenne).....	6,13	5,79	5,61	5,26
Certificats à 30 jours (moyenne).....	6,34	6,01	5,83	5,36
Certificats à 90 jours (moyenne).....	6,50	6,17	6,00	5,54
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas)	5,37	5,30	5,00	4,75
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	6,90	6,31	6,05	5,60

**TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN
(moyenne hebdomadaire pondérée)**

Source et réalisation : Banque de France
DMC – SIIM – Tél. : +33 (1) 42 92 26 04

Mise à jour le 4 décembre 1995

Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 476 milliards de francs le 24 novembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 475 milliards au 27 octobre et 484 milliards au 29 septembre.

235 émetteurs avaient un encours au 24 novembre, contre 234 le 27 octobre et 233 le 29 septembre.

La part des souscriptions des établissements de crédit s'est établie à 74 % du total, en accroissement sensible par rapport aux mois précédents, soit 64 % en octobre et 59 % pour le mois de septembre.

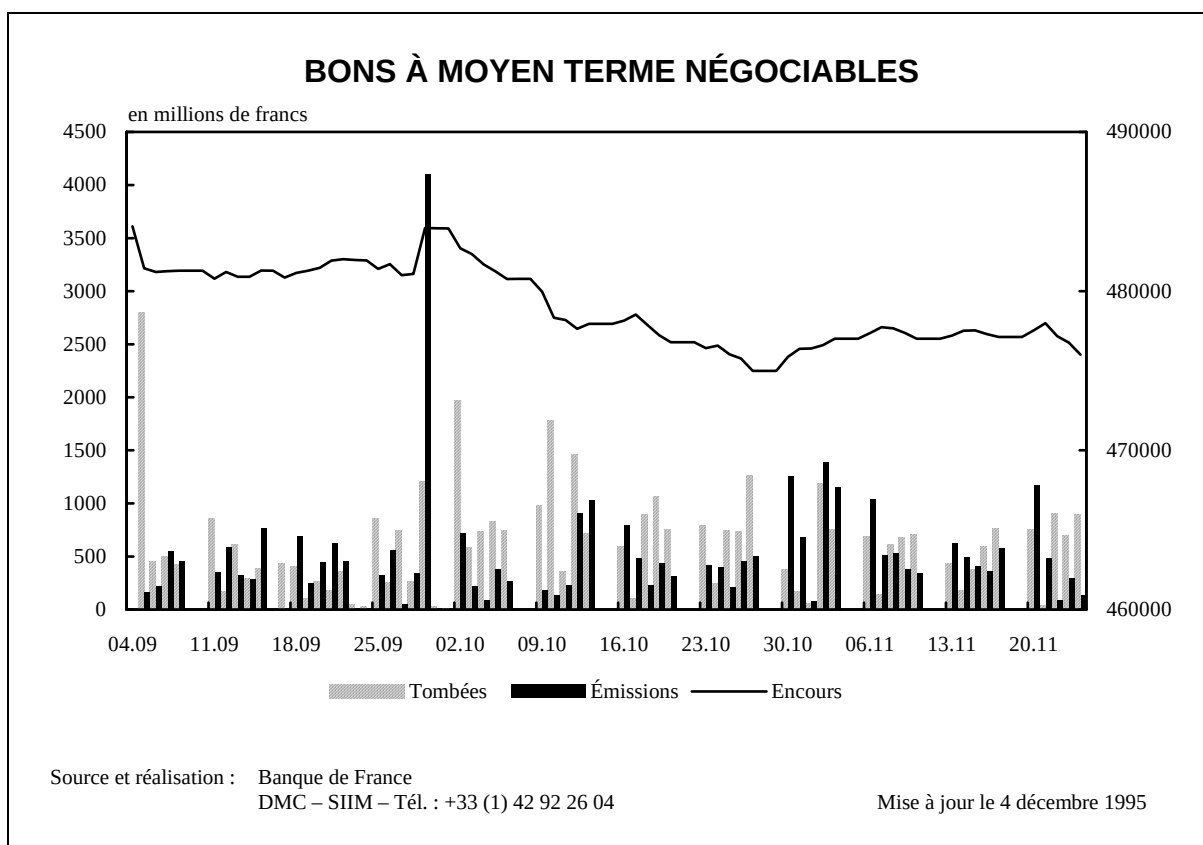
Les émissions se sont élevées à 12 milliards de francs pendant le mois de novembre, contre 8,4 milliards en octobre et 13,9 milliards en septembre.

Les émissions

La tranche d'émission de 1 an à 2 ans a concentré plus de la moitié du volume d'émission, représentant 52 % du total, contre 48 % en octobre. La fraction des maturités à plus de sept ans s'est redressée, passant de 13,4 % du montant des titres émis pour le mois d'octobre à 17,9 % pour le mois sous revue.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Répartition (en pourcentage)
1 an 1 jour à moins de 2 ans.....	6,2	51,5
De 2 ans à moins de 3 ans	1,6	13,4
De 3 ans à moins de 5 ans	1,3	10,7
De 5 ans à moins de 7 ans	0,8	6,5
De 7 ans et plus.....	2,1	17,9
Total	12,0	100,0

Actualité



Les taux se sont inscrits en baisse importante sur toutes les maturités, perdant de 29 points de base sur le trois ans jusqu'à 135 points de base sur le sept ans.

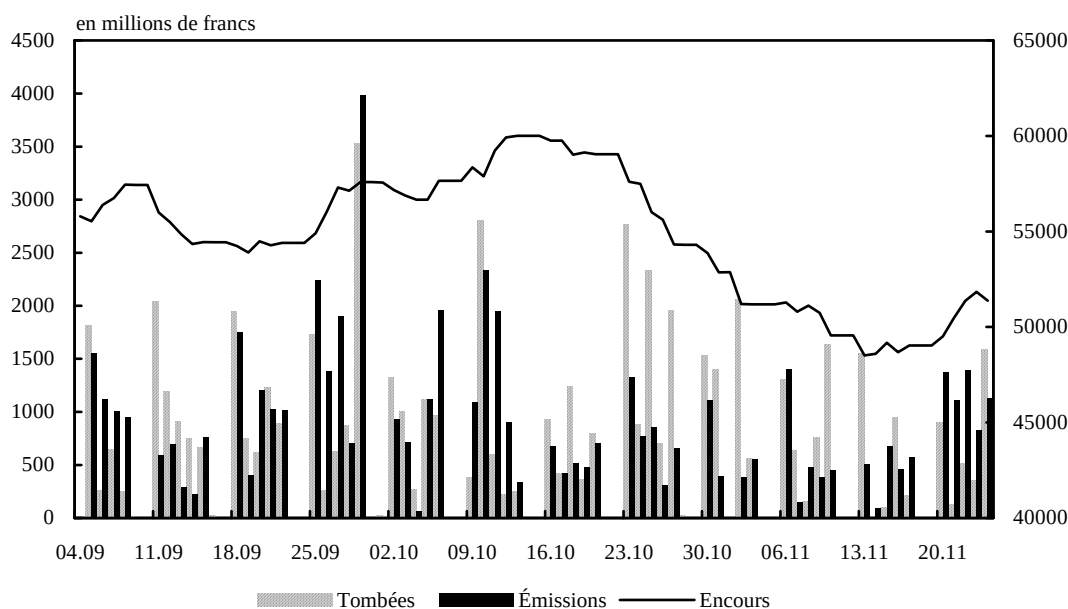
Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

L'encours de ces bons se montait à 51,4 milliards de francs le 24 novembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 54,3 milliards le 27 octobre et 57,6 milliards le 29 septembre. Le montant des émissions s'est établi à 13,4 milliards de francs pour le mois de novembre, contre 18,1 milliards en octobre et 29,2 milliards en septembre. L'encours du Crédit local de France représente 25 % de l'encours global et celui du Crédit foncier de France 23 %.

Les émissions du mois, par durée initiale, se répartissent comme suit.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Répartition (en pourcentage)
10 jours à moins d'1 mois	0,6	4,6
De 1 mois à moins de 3 mois	8,0	59,6
De 3 mois à moins de 6 mois	4,3	32,3
De 6 mois à un an.....	0,5	3,5
Total	13,4	100,0

BONS DES INSTITUTIONS ET SOCIÉTÉS FINANCIÈRES



Source et réalisation : Banque de France
DMC – SIIM – Tél. : +33 (1) 42 92 26 04

Mise à jour le 4 décembre 1995

Billets de trésorerie (BT)

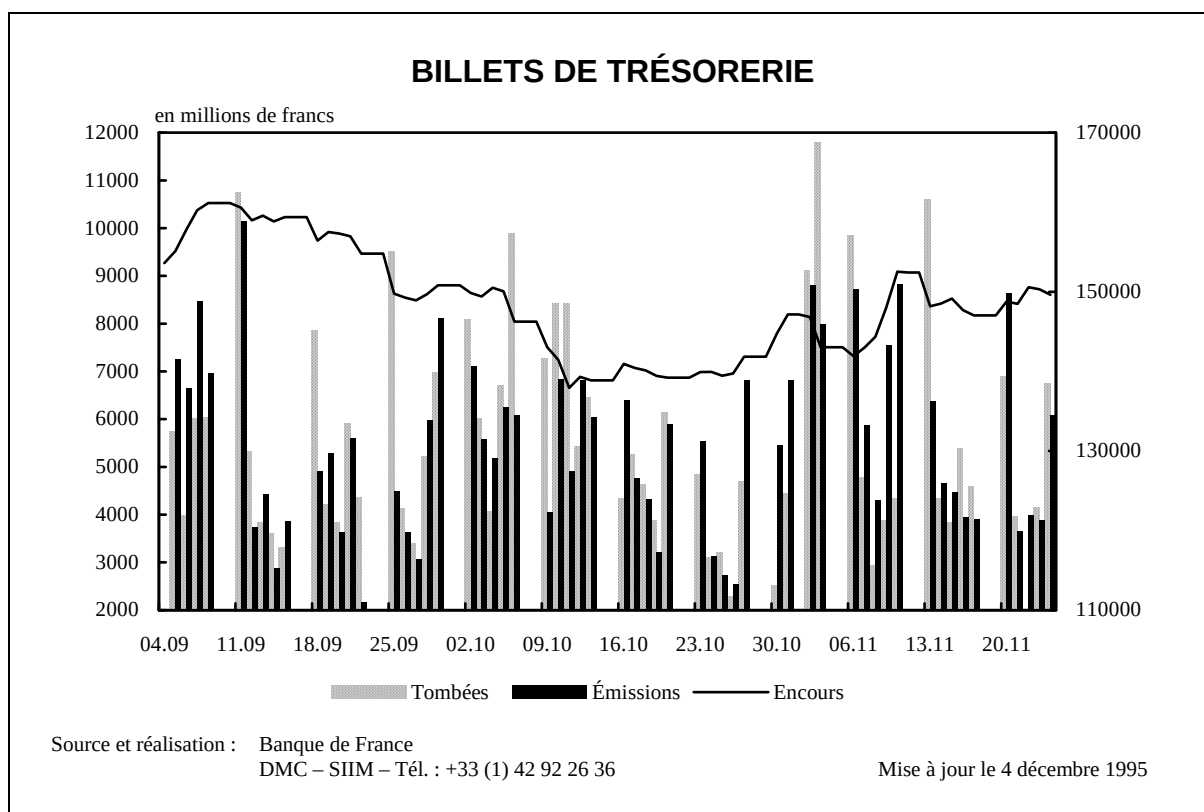
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 149,7 milliards de francs au 24 novembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 141,9 milliards au 27 octobre et 150,8 milliards au 29 septembre. Le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 97 au 24 novembre.

Le montant des émissions intervenues au cours du mois de novembre s'élève à 113,9 milliards de francs, contre 104,2 milliards en octobre et 126,3 milliards en septembre (respectivement 106,1 milliards, contre 113,1 milliards et 135,5 milliards pour les tombées).

Parmi les émetteurs dont l'encours a progressé, trois se sont accru de plus de 1 milliard : Électricité de France et SNCF (+ 2,4 milliards de francs chacun), et Aérospatiale (+ 1 milliard) ; dans le même temps, trois des émetteurs ont réduit leur encours de plus de 500 millions, il s'agit de Total CFP (– 4,7 milliards), Fiat France (– 0,8 milliard) et PSA Trésorerie Gie (– 0,6 milliard).

La ventilation par durée initiale des émissions mensuelles a peu varié par rapport à celle du mois précédent ; la tranche de 1 mois à 3 mois a été sollicitée à hauteur de 78,5 % des titres émis.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Répartition (en pourcentage)
10 jours à moins d'1 mois	15,6	13,8
De 1 mois à moins de 3 mois	89,4	78,5
De 3 mois à moins de 6 mois	8,7	7,6
De 6 mois à un an	0,2	0,1
Total	113,9	100,0



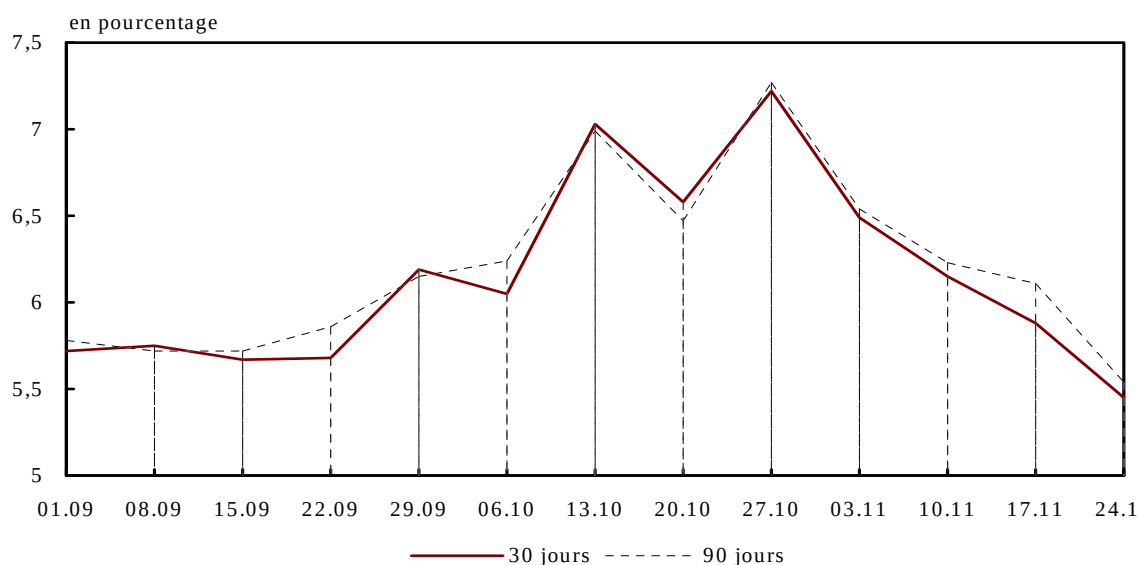
Les taux payés se sont très nettement repliés sur l'ensemble des maturités avec un retrait de 93 points de base sur le 10 jours et 66 points sur le 1 mois.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT

(en pourcentage)

		30 octobre au 3 novembre	6 au 10 novembre	13 au 17 novembre	20 au 24 novembre
Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours	Plus bas	6,05	5,74	5,49	4,75
	Plus haut	7,23	6,40	6,20	5,60
Tiop à un mois	Plus bas	6,21	5,94	5,61	5,31
	Plus haut	6,46	6,47	6,10	5,54

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT (moyenne hebdomadaire pondérée)



Source et réalisation : Banque de France
DMC – SIIM – Tél. : +33 (1) 42 92 26 36

Mise à jour le 4 décembre 1995

La répartition par type de souscripteur est restée très proche de celle des mois précédents.

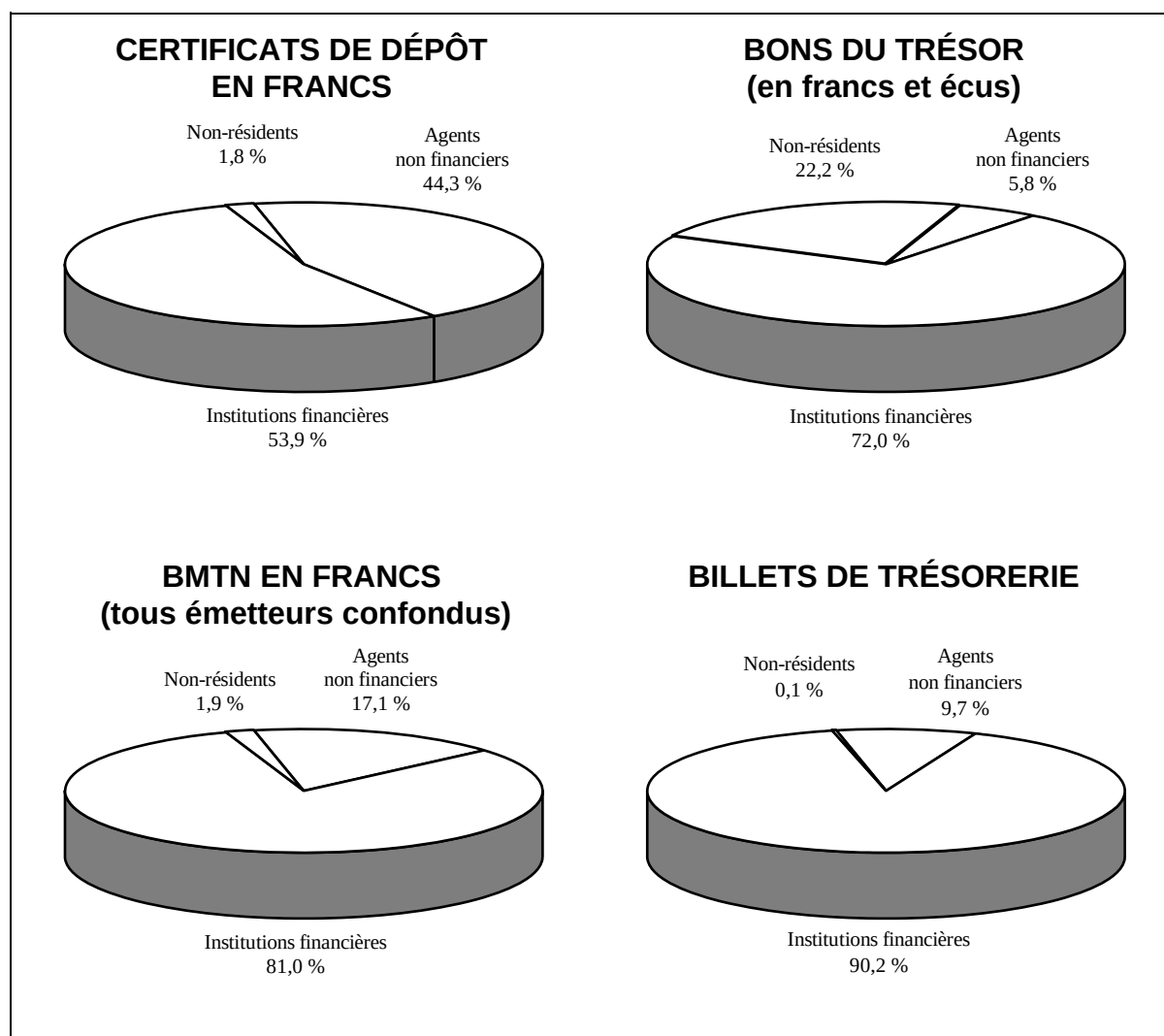
Répartition par catégorie de détenteurs

(statistiques à fin octobre 1995)

L'encours de l'ensemble des titres de créances négociables émis sur le marché intérieur a progressé de 28,3 milliards de francs et s'élève à 2 674,7 milliards, revenant ainsi à un niveau proche de celui observé en août (2 670,6 milliards). Ce mouvement résulte exclusivement de la progression des émissions des certificats de dépôt (+ 69,1 milliards de francs) qui fait plus que compenser la stabilité ou le repli des autres émissions de titres de créances négociables (– 24,2 milliards sur les bons du Trésor en francs, notamment).

La part de détention des agents non financiers résidents a progressé pour les certificats de dépôt (+ 0,7 point sur un mois et + 7,7 points sur un an) ainsi que pour les BMTN (+ 0,2 point sur un mois et + 4 points sur un an). Elle s'est repliée pour les bons du Trésor (– 0,4 point sur un mois en octobre et + 0,8 point sur un an) et surtout pour les billets de trésorerie (– 1,8 point sur un mois et – 4,1 points sur un an).

Le portefeuille des non-résidents s'est réduit sur l'ensemble des titres et notamment en bons du Trésor (– 1 point sur un mois). Celui des institutions financières s'est contracté en certificats de dépôt (– 0,5 point) et s'est accru en bons du Trésor (+ 1,4 point).



5.2.2. Les Sicav

En octobre, l'actif net global des Sicav s'est contracté de 75,1 milliards de francs, s'établissant ainsi à 1 622,4 milliards. Cette évolution résulte d'un courant de rachats nettement plus élevé qu'habituellement à la même période (83,4 milliards de francs). Ces retraits ont essentiellement concerné les Sicav monétaires. Pour sa part, l'effet « performance » est évalué à 10,9 milliards de francs pour l'ensemble des Sicav.

L'encours net des Sicav monétaires s'est réduit de 63,5 milliards de francs et revient à 883 milliards. Les rachats nets se sont élevés à 71,5 milliards de francs (après 20,5 milliards en septembre) et l'effet « performance » est estimé à 5,2 milliards.

L'actif net des Sicav « obligations et autres titres de créances » s'est replié de 6,1 milliards de francs et se situe à 461,5 milliards. Les rachats nets se sont accrus (9,2 milliards de francs) alors que l'effet « performance » est redevenu positif (5,7 milliards).

Les encours nets des Sicav « actions » et des Sicav « diversifiées » sont revenus respectivement à 166,2 milliards de francs (1,7 milliard de rachats nets) et à 110,2 milliards (1,1 milliard de rachats nets).

SICAV : ACTIF NET ET SOUCRIPTIONS (a)

(en milliards de francs)

		1994	1995		
		Décembre	Août	Septembre	Octobre
Sicav monétaires	Actif net	965,3	962,7	946,5	883,0
	Souscriptions mensuelles nettes	-73,3	25,6	-20,5	-71,5
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-153,7	-51,8	-72,3	-143,7
Sicav obligations	Actif net	500,7	474,1	467,6	461,5
	Souscriptions mensuelles nettes	-15,7	-2,0	-5,7	-9,2
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-113,0	-46,7	-52,3	-61,6
Sicav actions	Actif net	180,5	179,7	170,1	166,2
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,9	-0,5	-1,2	-1,7
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	8,6	-4,9	-6,1	-7,7
Sicav diversifiées	Actif net	119,4	114,5	112,0	110,2
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,5	-0,5	-0,8	-1,1
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-5,9	-8,6	-9,3	-10,4
Sicav garanties	Actif net	1,3	1,4	1,3	1,5
	Souscriptions mensuelles nettes	0,0	0,0	0,0	0,0
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Sicav	Actif net	1 767,2	1 732,4	1 697,5	1 622,4
	Souscriptions mensuelles nettes	-92,4	22,6	-28,1	-83,4
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-263,9	-111,9	-140,0	-223,4

(a) Données brutes

Sources : Commission des opérations de bourse – Fininfo

Réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29

Mise à jour le 8 novembre 1995

5.2.3. Le marché primaire obligataire en novembre

Les flux d'émissions en francs et en écus

(cotées à la Bourse de Paris)

Les marchés primaires obligataires français ont de nouveau connu dans l'ensemble une activité assez faible en novembre. Toutefois, l'annonce du plan de réforme de la Sécurité sociale s'est accompagnée, dans la seconde partie du mois, d'une légère reprise des émissions, confortée par la réouverture du marché de l'eurofranc.

Ainsi, les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue sont revenues de 33 milliards de francs à 31 milliards. La totalité des titres réglés en novembre ont été émis en francs sur le marché intérieur.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)								
ventilation par marché								
(en milliards de francs)								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Novembre 1995	11 mois 1995	11 mois 1994	Année 1994		Novembre 1995	11 mois 1995	11 mois 1994	Année 1994
				MARCHÉ INTÉRIEUR				
22,4	247,5	237,7	261,5	État	22,4	198,8	171,3	195,1
8,6	63,3	60,7	67,9	Établissements de crédit et assimilés	- 0,5	3,6	- 19,9	- 16,0
—	30,4	43,3	44,4	Sociétés non financières	-6,1	5,5	8,1	6,1
—	0,7	23,8	24,6	Autres émetteurs résidents	- 0,2	- 2,9	18,5	19,0
31,0	341,9	365,6	398,4	Ensemble des résidents	15,6	205,1	178,0	204,2
—	6,0	5,0	5,0	Non-résidents	—	4,8	3,7	3,7
31,0	347,9	370,6	403,4	TOTAL	15,6	209,8	181,7	207,9
1,5	13,7	8,7	8,7	dont émissions en écus (b)	1,5	13,7	6,5	6,5
				MARCHÉ INTERNATIONAL				
—	—	—	—	État	—	—	—	—
—	4,4	46,3	46,3	Établissements de crédit et assimilés	- 0,5	- 16,4	33,4	32,1
—	4,3	14,0	14,4	Sociétés non financières	—	3,1	11,5	11,9
—	—	0,8	0,8	Autres émetteurs résidents	—	—	0,5	0,5
—	8,7	61,2	61,6	Ensemble des résidents	- 0,5	- 13,4	45,5	44,5
—	35,1	76,0	78,7	Non-résidents	- 0,8	17,0	65,2	67,9
—	43,8	137,1	140,3	TOTAL	- 1,3	3,6	110,6	112,4
—	—	5,0	5,0	dont émissions en écus	—	- 9,3	- 3,0	- 4,3
—	—	4,3	4,3	dont émissions en écus des résidents	—	- 5,2	1,4	—
(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs cotés à la Bourse de Paris (ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB)								
(b) Seul l'État a émis en écus sur le marché intérieur depuis le mois de juillet 1989.								
Source et réalisation : Banque de France								
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09								
Mise à jour le 5 décembre 1995								

La **collecte des résidents** est également ressortie à 31 milliards de francs (28 milliards en octobre), soit la totalité des émissions réglées en novembre.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)								
ventilation par devise								
(en milliards de francs)								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Novembre 1995	11 mois 1995	11 mois 1994	Année 1994		Novembre 1995	11 mois 1995	11 mois 1994	Année 1994
ÉMISSIONS en FRANCS								
20,8	233,8	229,1	252,8	État	20,8	185,1	164,8	188,6
8,6	67,7	102,7	109,9	Établissements de crédit et assimilés	- 1,0	- 7,7	11,9	15,7
-	34,7	57,4	58,9	Sociétés non financières	- 6,1	8,6	19,6	18,0
-	0,7	24,6	25,4	Autres émetteurs résidents	- 0,2	- 2,9	19,3	19,9
29,4	336,9	413,8	447,0	Ensemble des résidents	13,6	183,1	215,6	242,2
-	41,1	80,3	83,1	Non-résidents	- 0,8	25,9	73,2	75,9
29,4	378,0	494,1	530,1	TOTAL	12,8	209,0	288,7	318,1
29,4	334,2	362,0	394,8	dont émissions intérieures	14,1	196,1	175,2	201,3
29,4	328,2	356,9	389,8	dont émissions intérieures des résidents	14,1	191,3	171,5	197,7
ÉMISSIONS en ÉCUS								
1,5	13,7	8,7	8,7	État	1,5	13,7	6,5	6,5
-	-	4,3	4,3	Établissements de crédit et assimilés	-	- 5,2	1,7	0,4
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	- 0,3	- 0,3
1,5	13,7	13,0	13,0	Ensemble des résidents	1,5	8,6	7,9	6,6
-	-	0,7	0,7	Non-résidents	-	- 4,2	- 4,3	- 4,3
1,5	13,7	13,7	13,7	TOTAL	1,5	4,4	3,6	2,3
1,5	13,7	8,7	8,7	dont émissions intérieures	1,5	13,7	6,5	6,5
1,5	13,7	8,7	8,7	dont émissions intérieures des résidents	1,5	13,7	6,5	6,5
(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs émis sur les marchés intérieur et international – Émissions cotées à la Bourse de Paris ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB								
Source et réalisation : Banque de France DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09								
Mise à jour le 5 décembre 1995								

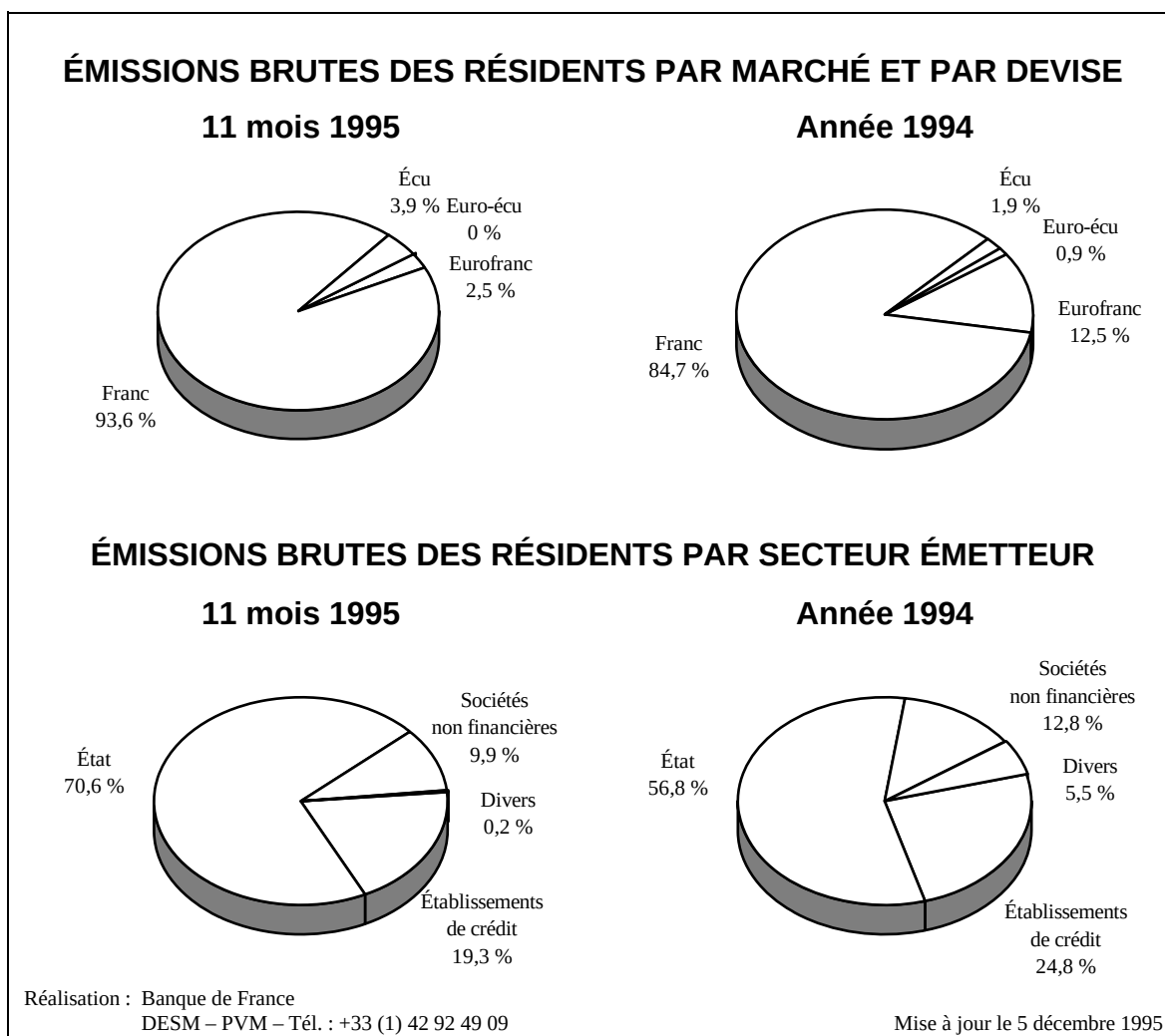
Les émissions de l'**État** se sont élevées à 20,8 milliards de francs (17,9 milliards en octobre). Les fonds ont été levés sur deux lignes, l'OAT 7,25 % avril 2006, créée en octobre dernier ¹ et l'OAT 6 % octobre 2025. Lors de l'adjudication du 2 novembre, le montant nominal des soumissions retenues a atteint 17,6 milliards de francs, auquel il faut ajouter 2,7 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 7,29 %, en baisse de 26 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée le 8 novembre et qui portait sur la ligne 7,50 % avril 2005 créée en juillet dernier. Le montant nominal émis s'est élevé à 245 millions d'écus, soit 1,6 milliard de francs. Le taux de rendement est ressorti à 7,50 %, en baisse de 5 points de base par rapport à l'adjudication de septembre dernier.

¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 2 au 24 novembre) ont atteint 1,2 milliard de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 7,01 %.

Hors État, la collecte des résidents, réalisée en totalité sur le marché intérieur ¹, a atteint près de 9 milliards de francs (10 milliards en octobre et 16 milliards en septembre) levés uniquement par les **établissements de crédit**.

Les **émetteurs non résidents**, qui avaient recueilli 5 milliards de francs en octobre, n'ont enregistré aucun règlement de fonds sur le marché du franc en novembre.



Au terme des onze premiers mois de 1995, la **collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents** s'est élevée à 351 milliards de francs, en fléchissement sensible par rapport à celle de 1994 (427 milliards) qui recensait l'emprunt de 22 milliards émis par l'Union nationale interprofessionnelle pour l'emploi dans l'industrie et le commerce (Unédic) et davantage d'émissions des établissements de crédit.

¹ En raison de l'interdiction — renouvelée en fin d'année 1994 par le Trésor — faite aux émetteurs français de solliciter le compartiment de l'eurofranc s'ils ne peuvent justifier du placement de 50 % au moins des titres auprès d'investisseurs non résidents et du manque d'intérêt de ces derniers pour les titres à long terme libellés en francs, la quasi-totalité des émissions des résidents a été effectuée sur le marché intérieur en 1995.

Globalement, les résidents ont pratiquement cessé de faire appel au compartiment international (un peu moins de 3 % du montant de leurs emprunts en 1995, contre plus de 13 % pour l'ensemble de l'année 1994). La proportion des émissions libellées en écus a légèrement progressé d'une période à l'autre. La part de l'État a représenté plus de 70 % de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée en 1995 par les résidents sur l'ensemble des compartiments (à hauteur de 97 % sur le marché intérieur), contre 57 % en 1994.

5.2.4. Le marché primaire des actions en octobre ¹

ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT					
	<i>(en milliards de francs)</i>				
	Septembre 1995	Octobre 1995	10 mois 1995	10 mois 1994	Année 1994
TOTAL ÉMIS (a).....	25,0	18,6	204,8	221,7	267,6
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	2,8	2,8	34,7	68,7	74,6
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	2,6	nd	35,7	71,5	77,2
(a) Y compris la part donnant lieu à un placement international, ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société mère et sa filiale					
(b) Cote officielle et second marché					
(c) Émissions des sociétés cotées, cf. (b) et des sociétés inscrites au hors-cote ou non cotées qui ont donné lieu à visa de la COB					
Sources :	Crédit lyonnais (jusqu'en mars 1995)				
	Société des bourses françaises et Banque de France (depuis avril 1995)				
Réalisation :	Banque de France				
	DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09				
	Mise à jour le 5 décembre 1995				

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 19 milliards de francs en octobre, contre 25 milliards en septembre. Au terme des dix premiers mois, leur montant (205 milliards de francs) a fléchi de 17 milliards d'une année à l'autre.

Les émissions de titres cotés sont restées stables d'un mois à l'autre. À fin octobre, elles n'atteignaient que 35 milliards de francs, soit 17 % du montant total des émissions, contre 28 % pour l'ensemble de l'année 1994.

¹ Les données postérieures au mois de mars 1995 sont élaborées conjointement par la Banque de France et la Société des bourses françaises.

5.3. Le marché secondaire des actions

L'indice CAC 40 a enregistré une nette progression au cours des trois premières semaines du mois, pour atteindre, au 24 novembre, un niveau de 1 890,95 points, traduisant une croissance de 4,24 % par rapport au 31 octobre. Cependant, le retournement de cette tendance dès le 27 novembre a ramené à 0,79 % le gain mensuel.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

Au cours des trois premières semaines, la Bourse de Paris a enregistré une tendance haussière, particulièrement soutenue, à partir du 15 novembre, par l'annonce du plan de financement de la Sécurité sociale et la baisse des taux directeurs de la Banque de France, et s'accompagnant d'une progression parallèle des volumes traités.

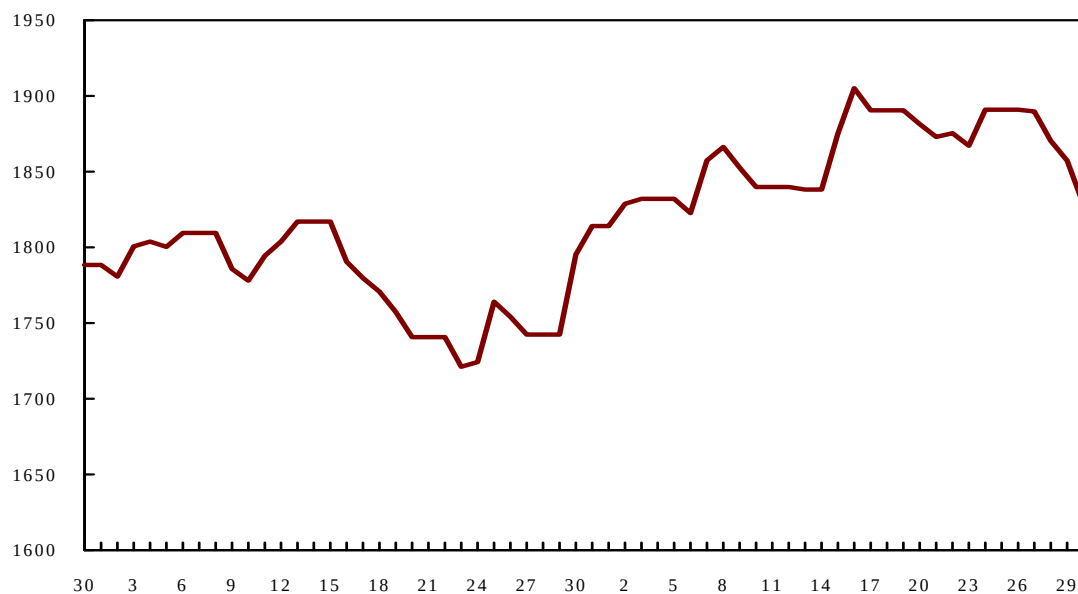
Au total, la liquidation mensuelle, le 23 octobre, s'est soldée par un gain de 8,29 % de l'indice CAC 40, venant après un repli de 7,7 % le mois précédent.

Au cours de la dernière semaine du mois, la dégradation du climat social, la détérioration enregistrée sur le marché des taux et la publication d'indices reflétant l'essoufflement de la croissance ont entraîné un net repli de la Bourse de Paris (- 3,31 % du 27 au 30 novembre).

Au total, l'indice CAC 40 finit le mois en légère hausse par rapport à octobre, mais demeure nettement inférieur à son niveau du début de l'année.

INDICES BOURSIERS				
	31 octobre 1995	30 novembre 1995	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1995
New York (Dow Jones).....	4 755,48	5 074,49	6,71	32,34
Londres (FT 100)	3 529,10	3 664,30	3,83	19,53
Tokyo (Nikkei).....	17 654,64	18 744,42	6,17	-4,96
Paris (CAC 40)	1 814,01	1 828,28	0,79	-2,81
Francfort (Dax).....	2 167,91	2 242,83	3,46	6,47
Source et réalisation : Banque de France DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67				
Mise à jour le 1 ^{er} décembre 1995				

ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40



Source et réalisation : Banque de France

DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 1^{er} décembre 1995

5.3.2. La tendance au début du mois de décembre (arrêtée au 8)

Soutenu par l'évolution favorable enregistrée sur les marchés de taux, l'indice CAC 40 s'est inscrit en nette reprise, au cours de la première semaine de décembre, pour afficher une progression de 1,53 % au total, le 8 décembre en clôture.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

En octobre, l'*agrégat de monnaie M3* s'est replié de 0,8 % (après + 0,1 % le mois précédent). Les moyens de paiement (M1) ont diminué de 1,6 % en raison de l'atonie de l'activité économique. Les placements sur livrets à taux réglementés (M2 – M1) se sont renforcés vigoureusement, de 1,4 % (après + 0,3 % le mois précédent), du fait d'arbitrages opérés par les ménages, si bien que l'agrégat M2 est resté presque stable (– 0,2 %). Les placements rémunérés à taux de marché (M3 – M2) se sont réduits sensiblement, de 1,5 %, sous l'effet d'une baisse marquée des avoirs en titres d'OPCVM monétaires, compensée seulement en partie par une progression des dépôts à terme et des titres de créances négociables.

Sur un an et entre moyennes trimestrielles centrées, la croissance de M1 s'élève à 1,6 %, celle de M2 à 4,3 % et celle de M3 à 4,5 %.

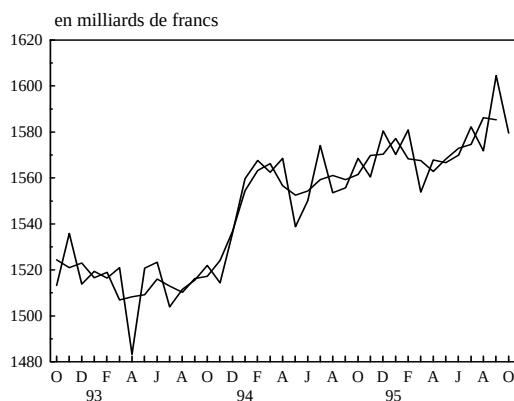
La progression de l'*épargne contractuelle (P1)* est restée soutenue (+ 1,1 % en octobre et + 11,5 % sur un an). Les plans d'épargne-logement ont augmenté de 13,0 % en un an et les plans d'épargne populaire de 14,8 %.

À fin septembre, la progression annuelle de l'*endettement intérieur total* s'est renforcée et s'établit à 5,4 %. L'encours des crédits à l'économie a augmenté de 1,2 % sur un an et les financements de marché ont continué de se développer à un rythme élevé (+ 12,6 %).

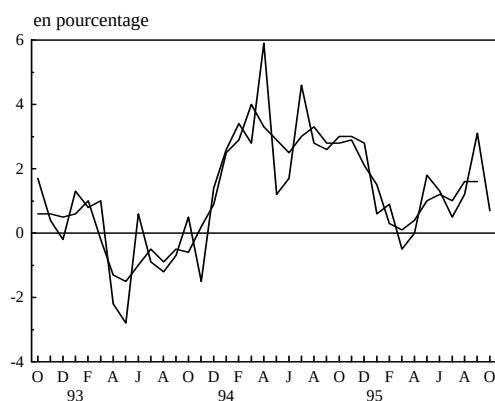
LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Les agrégats de monnaie et de placement

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES				
Statistiques à fin octobre 1995	Encours	Variations du mois	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle centrée sur :	
	données brutes en milliards de francs	en cvs et en pourcentage	Août 1995 (a) en pourcentage	Septembre 1995 en pourcentage
AGRÉGATS DE MONNAIE				
– M1	1 570,9	-1,6	1,6	1,6
– M2	2 929,4	-0,2	4,3	4,3
– M3	5 290,6	-0,8	4,8	4,5
– M4	5 372,8	-1,0	5,2	4,7
AGRÉGAT DE PLACEMENT				
– P1	1 553,5	1,1	11,4	11,5
Statistiques à fin septembre 1995		Variations sur 12 mois en glissement		
		Juillet 1995 en pourcentage	Août 1995 en pourcentage	Septembre 1995 en pourcentage
AGRÉGATS DE CRÉDIT				
– Endettement intérieur total	10 586,7	4,9	5,0	5,4
– Ensemble des crédits à l'économie.....	6 405,1	0,6	1,1	1,2
– Crédits des banques à l'économie	3 583,9	0,0	0,5	0,7
(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés : M1 : 1,5 % ; M2 : 4,3 % ; M3 : 4,9 % ; M4 : 5,3 % ; P1 : 11,4 %				
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29				
Mise à jour le 4 décembre 1995				

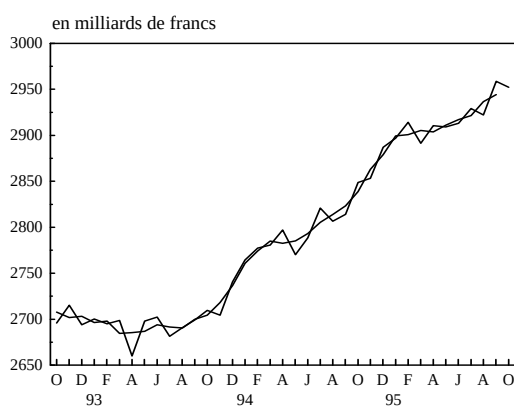
M1
Encours cvs



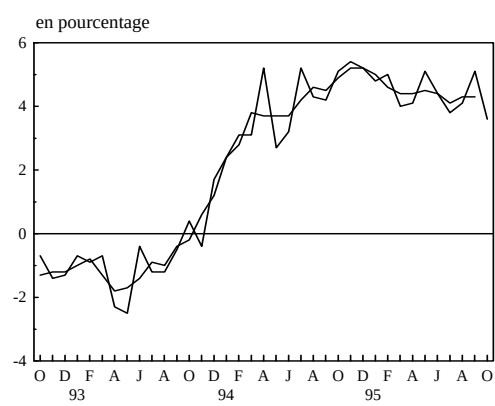
M1
Glissements sur 12 mois



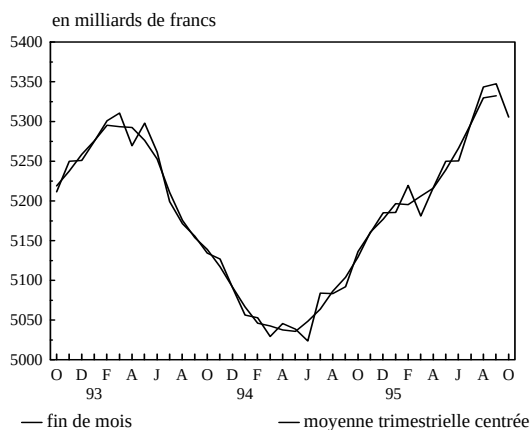
M2
Encours cvs



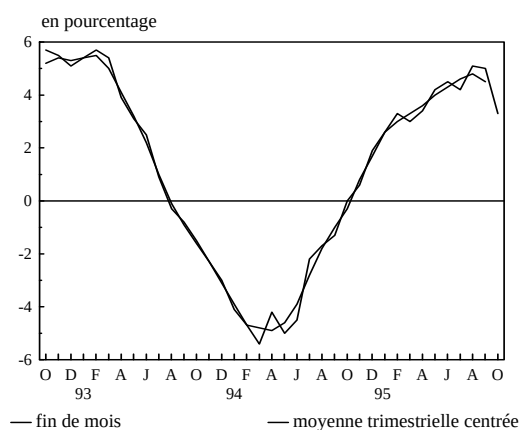
M2
Glissements sur 12 mois



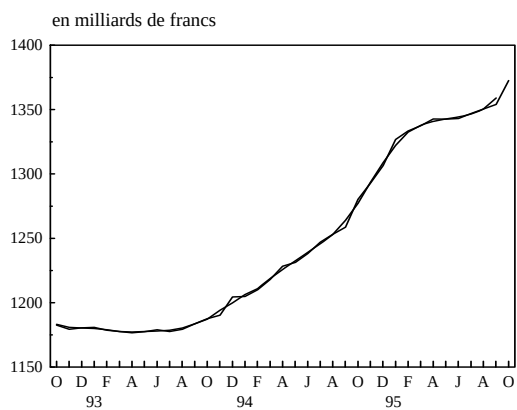
M3
Encours cvs



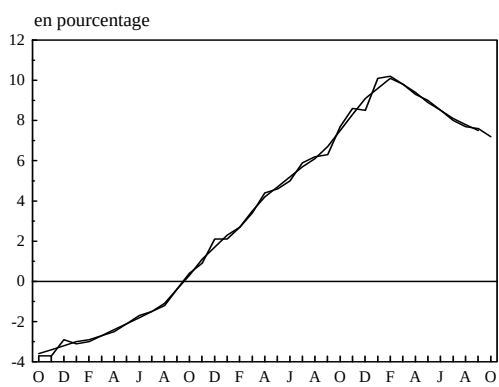
M3
Glissements sur 12 mois



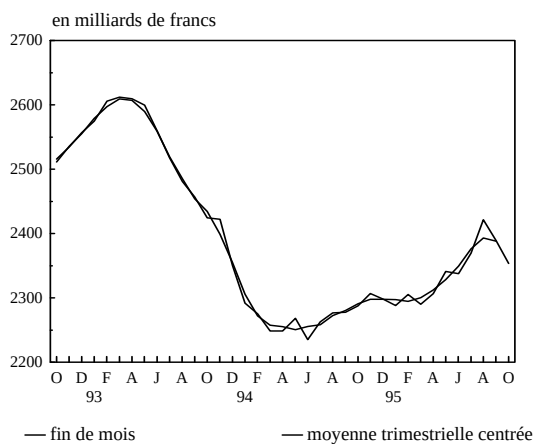
M2 – M1
Encours cvs



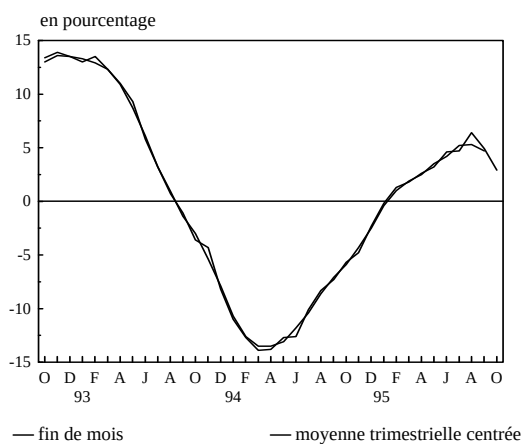
M2 – M1
Glissements sur 12 mois



M3 – M2
Encours cvs



M3 – M2
Glissements sur 12 mois



LES AGRÉGATS DE MONNAIE ET P1(a)

Tableau non disponible

6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

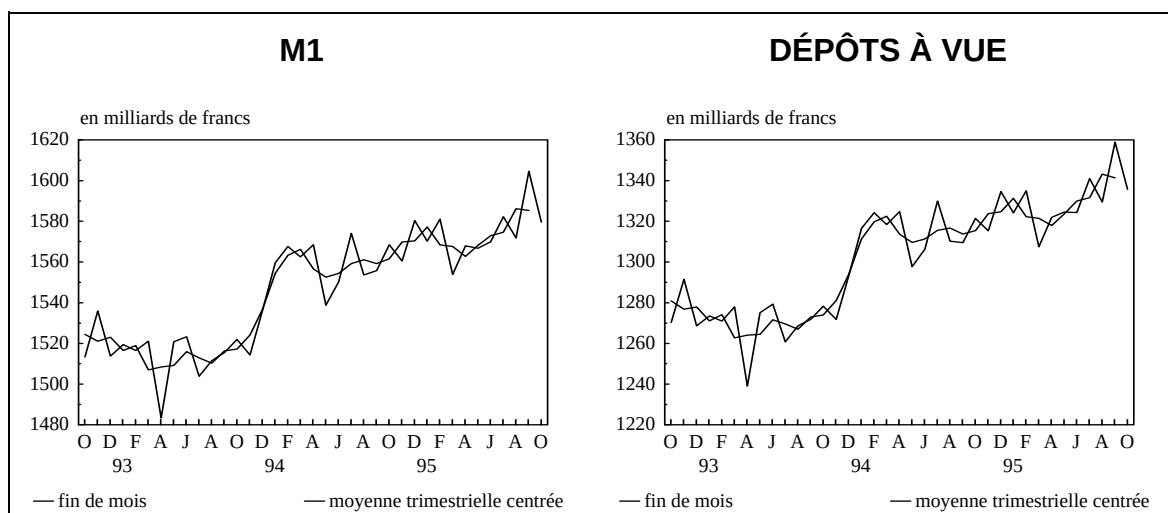
Les actifs monétaires et l'épargne contractuelle ¹

(statistiques à fin octobre 1995)

M1

En octobre, l'agrégat M1 s'est contracté de 1,6 %, après avoir progressé de 2,1 % en septembre. Sur un an, son évolution se poursuit au même rythme que le mois précédent (+ 1,6 %).

L'encours des dépôts à vue s'est réduit de 1,7 %, après s'être accru de 2,2 % en septembre. Sa progression annuelle reste quasi identique à celle de fin septembre (+ 2,1 %, après + 2,0 %).



Le volume des billets et monnaies divisionnaires en circulation a reculé de 0,7 % en octobre, après avoir augmenté de 1,4 % en septembre. En glissement sur douze mois, leur contraction se situe à 0,6 % (comme en septembre).

M2 – M1

L'encours des placements à vue rémunérés à des taux réglementés a fortement augmenté (+ 1,4 % en octobre), après cinq mois de très faible progression (0,2 % en août et 0,3 % en septembre). Leur rythme de progression annuelle continue toutefois de ralentir (10,1 % à fin mars, 8,9 % à fin juin, 7,8 % à fin septembre et 7,5 % à fin octobre).

Les livrets A et bleus se sont accrus de 1,1 %, après + 0,6 % en septembre. En glissement annuel, leur progression s'élève à 5,2 % à fin octobre, comme le mois précédent.

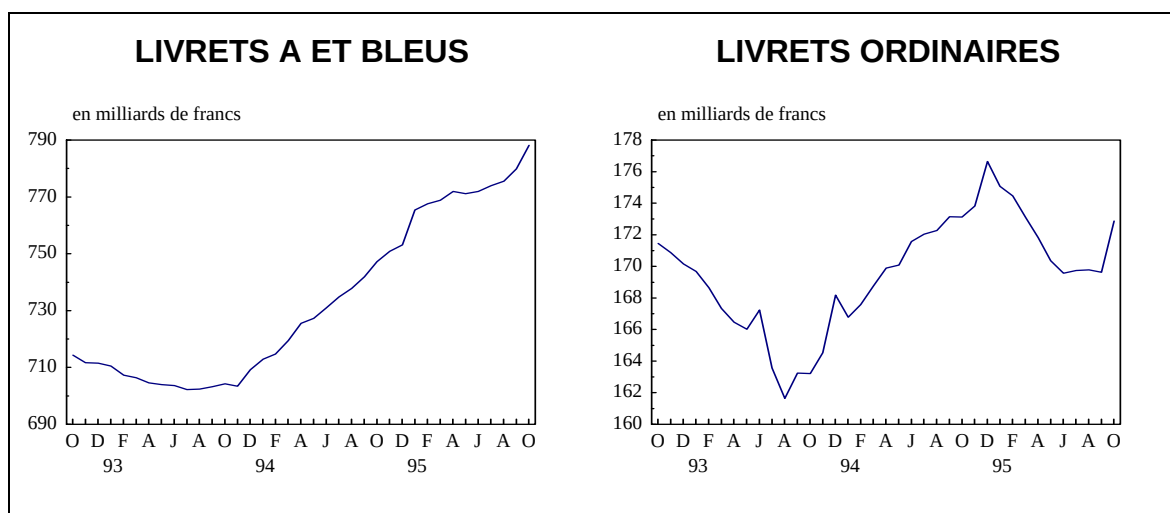
Les comptes d'épargne-logement ont augmenté de 1,4 % en octobre, après s'être accrus de 0,2 % en septembre. Sur un an, leur variation s'élève à + 0,6 %.

¹ Tous les graphiques sont en encours corrigés des variations saisonnières (en milliards de francs). Les données sont corrigées des variations saisonnières, à l'exception des titres de créances négociables inclus dans M4 – M3. Les évolutions annuelles sont calculées en glissement sur douze mois et entre moyennes trimestrielles centrées.

Les comptes pour le développement industriel (Codevi) ont progressé de 1,1 % en octobre et renouent ainsi avec leur mouvement de hausse, après être restés stables le mois précédent. En glissement sur douze mois, leur rythme de progression, toujours très élevé, tend à se ralentir (46,8 % à fin juin, 42,1 % à fin septembre et 36,9 % à fin octobre).

L'accroissement des livrets d'épargne populaire s'établit à 1,2 % en octobre et à 11,3 % sur un an.

Les livrets soumis à l'impôt ont fortement progressé en octobre (+ 1,9 %), inversant leur tendance à la baisse enregistrée depuis le début de l'année. En rythme annuel, leur recul se ralentit (– 1,2 % à fin octobre, après – 1,6 % à fin septembre).

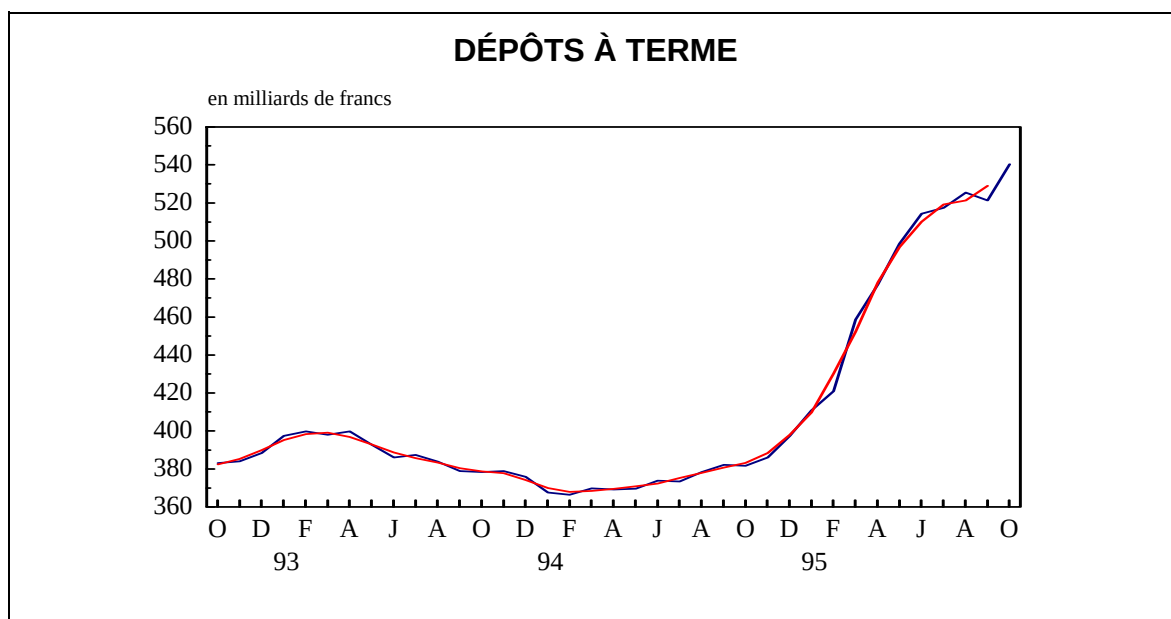


M3 – M2

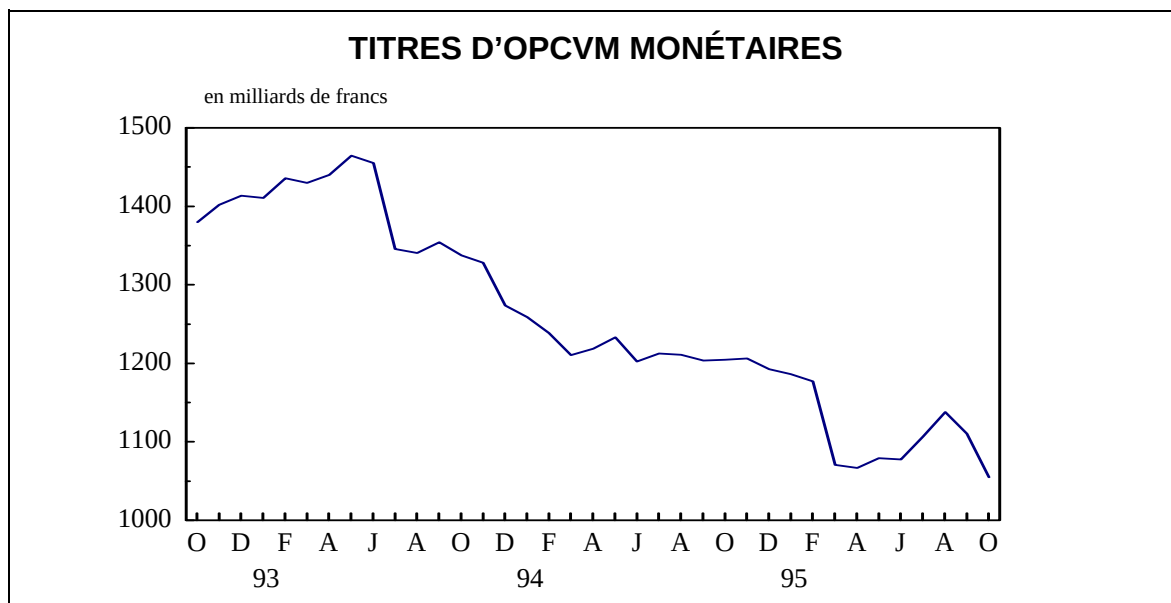
Les placements monétaires rémunérés à des taux de marché compris dans M3 – M2 se sont réduits de 1,5 %, après – 1,4 % en septembre. En glissement annuel, leur progression se ralentit (4,7 % à fin octobre, après 5,3 % à fin septembre).

Les dépôts à terme se sont fortement accrus (3,7 %) en octobre. Ils reprennent ainsi leur mouvement de hausse, après le repli observé en septembre (– 0,8 %). Sur un an, leur progression reste soutenue (38,9 % à fin octobre, après 37,9 % à fin septembre).

L'encours des bons de caisse et d'épargne s'est contracté de 2,8 % en octobre et de 6,6 % sur un an.

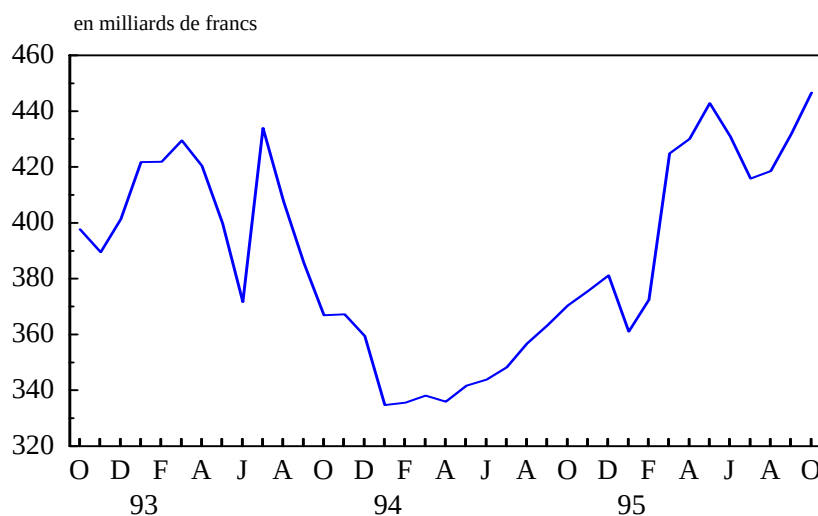


Le montant des titres d'OPCVM monétaires s'est de nouveau nettement réduit (– 5,0 %, après – 2,4 % en septembre). Il s'agit là de sa troisième plus forte baisse après celles de mars 1995 (– 9,1 %) et de juillet 1993 (– 7,5 %). En rythme annuel, son repli s'établit à 8,7 % à fin octobre, après – 7,5 % à fin septembre.



L'encours des titres de créances négociables émis par les établissements de crédit et détenus par les agents non financiers résidents s'est accru de 3,4 % en octobre, après 3,2 % en septembre. Sur douze mois, sa progression reste élevée (19,5 % à fin octobre, après 19,0 % à fin septembre).

TCN INCLUS DANS M3 – M2

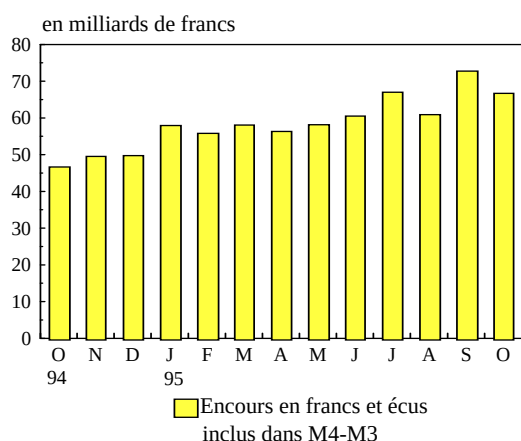


M4 – M3

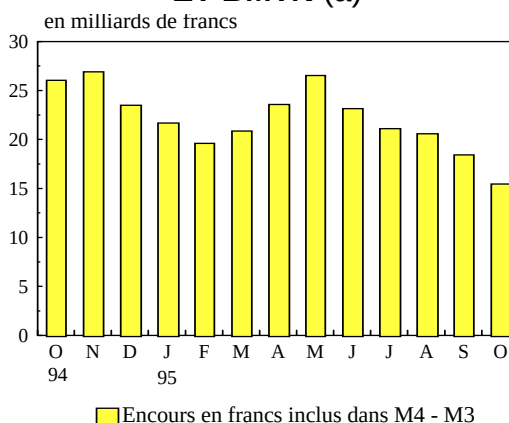
L'encours des bons du Trésor émis en francs et en écus s'établit à 1 153,1 milliards de francs, en baisse de 24,3 milliards sur un mois et en progression de 218,5 milliards sur un an. Le portefeuille détenu par les agents non financiers résidents s'est réduit de 6 milliards de francs et s'établit à 66,7 milliards.

Le volume des titres de créances négociables émis sur le marché intérieur par les entreprises est passé de 157,6 milliards de francs à 153,8 milliards d'une fin de mois à l'autre (– 3,8 milliards) ; la part détenue par le public s'est réduite de 2,9 milliards de francs et s'établit à 15,5 milliards.

BONS DU TRÉSOR



BILLETS DE TRÉSORERIE ET BMTN (a)



(a) BMTN émis par les sociétés non financières

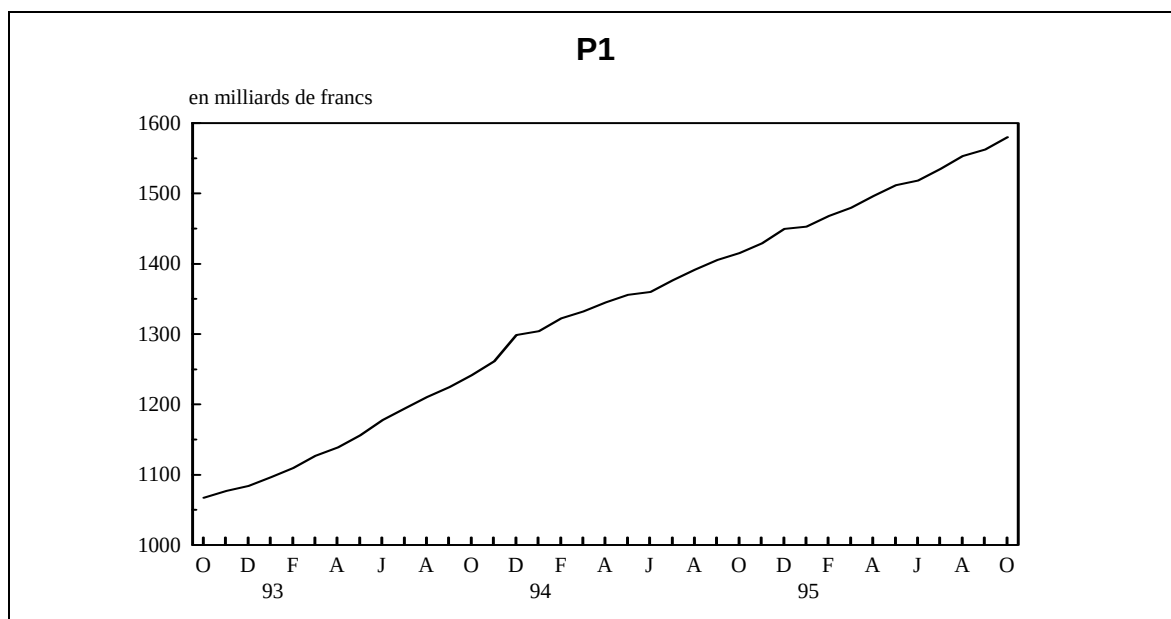
P1

L'agrégat de placement P1 s'est accru de 1,1 % en octobre, après 0,6 % en septembre. Son évolution annuelle se poursuit sensiblement au même rythme depuis fin juin (11,5 % à fin octobre).

Les plans d'épargne-logement ont progressé de 1,6 % en octobre, après 1,3 % en septembre. En rythme annuel, leur accroissement est passé de 12,8 % à 13,0 % d'une fin de mois à l'autre.

Le rythme annuel de croissance des plans d'épargne populaire reste élevé et s'établit à 14,8 % à fin octobre, après 15,0 % à fin septembre et 15,4 % à fin août.

Sur un an, l'encours des OPCVM garantis s'est accru de 19,8 % à fin octobre, après 20,2 % à fin septembre.



6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total

6.2.1. Les crédits à l'économie

(statistiques à fin septembre 1995) ¹

Vue d'ensemble

La croissance des concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit, quasiment ininterrompue depuis février 1995, s'est poursuivie en septembre (+ 0,2 %). Sur douze mois, leur progression s'est stabilisée à 1,2 %.

LES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE DISTRIBUÉS PAR L'ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
(en pourcentage)						
	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois		
	1995			1994	1995	
	Juillet	Août	Septembre	Décembre	Août	Septembre
TOTAL avant défaisance.....	-0,5	0,3	0,2	-1,3	1,1	1,2 (a)
TOTAL après défaisance.....	-0,5	0,3	0,2	-1,3	1,1	1,2
SOCIÉTÉS.....	-0,6	0,3	0,5	-2,1	0,4	1,3
MÉNAGES.....	-0,2	-0,1	-0,3	0,8	1,1	0,4
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS.....	-1,3	0,7	2,5	-4,5	3,7	3,9
(a) Les redressements liés aux opérations de défaisance ont été nuls au cours des douze derniers mois.						
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 28				Mise à jour le 30 novembre 1995		

Le développement des crédits aux sociétés s'est renforcé (+ 0,5 %, après + 0,3 % en août 1995). Aussi, en glissement annuel, leur taux de croissance s'est-il sensiblement accéléré (+ 1,3 %, après + 0,4 % à fin août). En revanche, les crédits aux ménages enregistrent pour le troisième mois consécutif une contraction de leur encours (– 0,3 %, après – 0,1 % en août). Toutefois, sur douze mois, leur variation demeure positive, bien que légèrement en deçà de celle du mois précédent (+ 0,4 %, contre + 1,1 % à fin août). Les autres agents résidents constituent à nouveau la composante la plus dynamique : le taux de progression de leurs encours de crédit est de 2,5 % (après + 0,7 % en août), et leur glissement annuel s'est également renforcé (+ 3,9 %, après + 3,7 % à fin août). Ce mouvement recouvre notamment une vive augmentation de nature conjoncturelle des crédits de trésorerie consentis aux entreprises d'assurance (+ 7,8 milliards de francs) ainsi qu'un accroissement des financements des besoins de trésorerie de l'Acos (Agence centrale des organismes de Sécurité sociale), (+ 10 milliards de francs, portant l'encours global à 30 milliards, contre 20 milliards à fin septembre 1994).

¹ Les nouveaux documents issus de la réforme Bafi, entrée en vigueur en janvier 1993, ne peuvent pas être systématiquement raccordés avec ceux existant précédemment. Les ruptures les plus importantes, consécutives à ce changement, ont conduit à effectuer des corrections statistiques visant à éliminer les mouvements sans fondement réel. L'évolution des crédits, ventilés par objet et/ou par agent, reste néanmoins à interpréter avec prudence lorsqu'elle porte sur une période incluant l'arrêté de décembre 1992.

Les crédits des banques

La légère reprise des crédits distribués par les banques, observée en août, s'est confirmée en septembre (+ 0,3 %, après + 0,3 % en août et - 0,5 % en juillet). Leur taux de variation annuel s'est également accru (+ 0,7 %, après + 0,5 % à fin août). Les crédits aux sociétés ont poursuivi leur développement (+ 0,7 %, après + 0,6 % en août), et sur douze mois, leur contraction s'est à nouveau ralentie (- 1,9 %, après - 2,8 % à fin août). Les crédits aux ménages marquent un recul (- 0,3 %) supérieur à ceux enregistrés en août (- 0,1 %) et en juillet (- 0,2 %). Sur douze mois, ce mouvement s'est traduit par un fort ralentissement de leur taux de progression (+ 0,5 %, après + 1,4 % à fin août). Les crédits aux autres agents se sont sensiblement accrus (+ 4,1 %, après + 0,7 % en août), notamment sous l'effet d'une forte hausse des facilités de caisse accordées aux entreprises d'assurance (+ 6,7 milliards de francs en août).

LES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE DISTRIBUÉS PAR LES BANQUES						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois		
	1995			1994	1995	
	Juillet	Août	Septembre	Décembre	Août	Septembre
TOTAL avant défaillance	-0,5	0,3	0,3	-1,0	0,5	0,7 (a)
TOTAL après défaillance	-0,5	0,3	0,3	-2,1	-0,5	-0,4
SOCIÉTÉS	-0,8	0,6	0,7	-5,5	-2,8	-1,9
– Investissement des sociétés	0,7	-0,3	0,6	-4,6	0,2	0,4
– Trésorerie des sociétés.....	-1,7	2,2	0,9	-5,5	1,7	3,4
– Autres crédits.....	-1,3	-1,2	0,6	-6,6	-12,5	-11,9
MÉNAGES	-0,2	-0,1	-0,3	1,1	1,4	0,5
– Habitat ménages.....	-0,1	0,0	-0,3	2,3	2,3	1,5
– Trésorerie des particuliers	-1,1	-0,1	0,1	-0,3	0,7	-0,5
– Autres crédits.....	0,0	-0,4	-0,6	-0,7	-0,3	-1,3
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	-2,3	0,7	4,1	3,2	3,1	5,8
(a) Les redressements liés aux opérations de défaillance se sont élevés à 37,4 milliards de francs au cours des douze derniers mois.						
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 28						
Mise à jour le 30 novembre 1995						

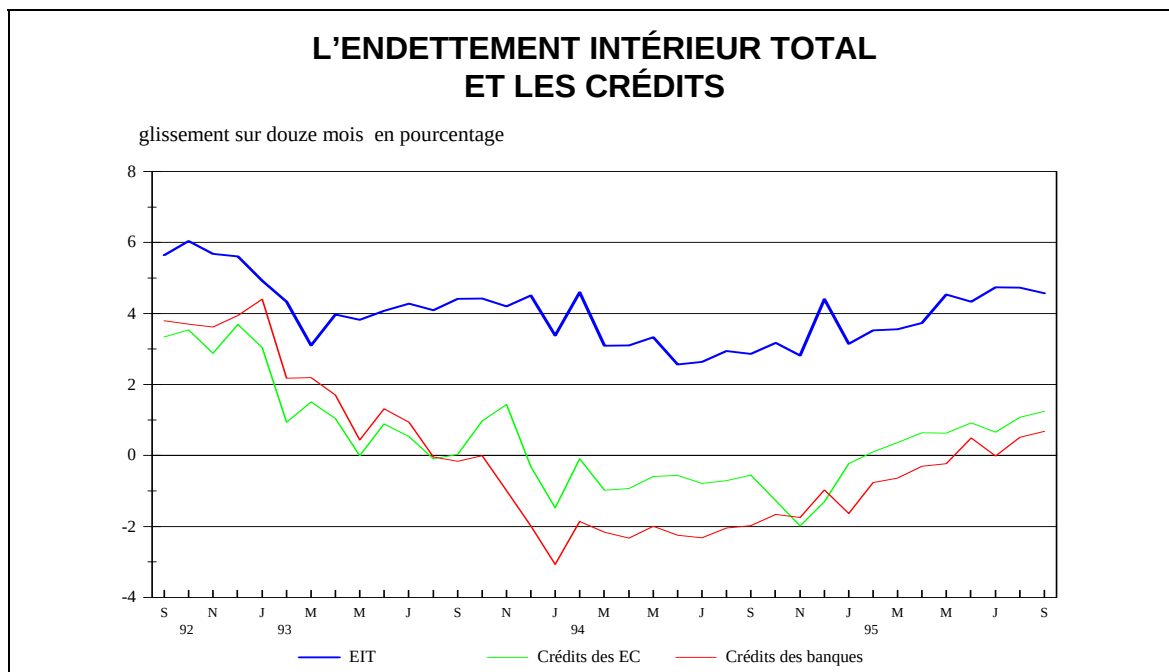
Après avoir diminué de 0,3 % en août, les crédits à l'investissement aux sociétés ont retrouvé une variation positive (+ 0,6 %) et leur progression sur douze mois s'est renforcée (+ 0,4 %, après + 0,2 % à fin août). Les crédits de trésorerie ont continué de croître, mais à un rythme moins soutenu (+ 0,9 %, après + 2,2 % en août). En glissement sur douze mois, leur variation s'est sensiblement accélérée (+ 3,4 %, après + 1,7 % à fin août).

L'encours des crédits à l'habitat attribués aux ménages s'est inscrit à la baisse (- 0,3 %) et, en glissement annuel, leur progression se ralentit depuis le mois de juillet (+ 1,5 %, après + 2,3 % à fin août). Ce mouvement a, semble-t-il, été entretenu par le comportement attentiste des ménages à l'approche de la mise en œuvre des prêts à taux zéro. Pour leur part, les crédits de trésorerie ont renoué avec la croissance (+ 0,1 %, contre - 0,1 % en août). Toutefois, sur un an, leur encours s'est replié de 0,5 % (après + 0,7 % à fin août).

6.2.2. L'endettement intérieur total

(statistiques à fin septembre 1995)

La croissance annuelle de l'endettement intérieur total s'est accentuée à fin septembre (5,4 %) par rapport à fin août (5,0 %) en raison d'une progression plus rapide de l'endettement des sociétés (0,8 %, après 0,3 % en août) et du retour au niveau enregistré en juillet du rythme de développement de l'endettement de l'État (16,7 % à fin septembre, après 15,5 % à fin août). En outre, l'endettement intérieur total des « autres agents » s'est accru d'une manière plus soutenue qu'en août (3,1 %, après 2,9 % à fin août). En revanche, l'expansion de l'endettement intérieur des ménages s'est sensiblement ralentie (0,4 %, après 1,1 % à fin août).



La progression annuelle des crédits à l'économie a été légèrement plus soutenue à fin septembre (1,2 %) qu'à fin août (1,1 %) ¹, tandis que celle des financements collectés sur les marchés internes a quelque peu marqué le pas (12,6 %, après 13,7 % à fin août).

Les financements obtenus sur le marché monétaire ont augmenté de 13,6 % à fin septembre (après 20,3 % à fin août), du fait de la moindre progression de l'encours des bons du Trésor (18,5 %, après 25,4 %). Par ailleurs, le recul des financements levés sur ces marchés par les sociétés s'est amplifié (-13,5 %, après -6,3 % à fin août).

Le développement des financements de type obligataire s'est inscrit en hausse sensible à fin septembre (12,0 %) par rapport à fin août (10,0 %). Leur croissance annuelle en ce qui concerne l'État et les sociétés a été plus rapide à fin septembre (respectivement 15,6 % et 2,0 %) qu'un mois plus tôt (13,2 % et 1,1 %). Les financements obligataires obtenus par les autres agents ont continué à se contracter (-10,2 % sur un an à fin septembre, contre -9,5 % à fin août).

Enfin, l'encours des crédits accordés par les non-résidents a diminué, en rythme annuel, à fin septembre de 0,4 %, mais celui des obligations émises par les sociétés sur les marchés étrangers s'est accru, de 6,3 % à fin septembre, après 5,2 % à fin août.

¹ L'évolution des crédits à l'économie, principale composante de l'EIT, est décrite au chapitre précédent.

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) PAR AGENT

(en données brutes – variations sur douze mois en pourcentage)

	1994	1995		
	Décembre	Juillet	Août	Septembre
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL avant défaisance.....	3,9	4,9	5,0	5,4
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL après défaisance.....	3,9	4,9	5,0	5,4
– État	18,5	16,7	15,5	16,7
– Sociétés	-1,5	-0,5	0,3	0,8
– Ménages	0,8	1,2	1,1	0,4
– Autres	-2,3	2,5	2,9	3,1
CRÉDITS avant défaisance	-1,3	0,6	1,1	1,2
CRÉDITS après défaisance	-1,3	0,6	1,1	1,2
– Sociétés	-2,1	-0,4	0,4	1,3
– Ménages	0,8	1,2	1,1	0,4
– Autres	-4,5	3,2	3,7	3,9
DETTE NON NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT (a).....	40,9	9,5	0,2	19,2
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (b).....	13,4	13,3	13,7	12,6
Sur le marché monétaire.....	15,3	19,7	20,3	13,6
– État	18,5	25,5	25,4	18,5
– Sociétés	-0,7	-9,5	-6,3	-13,5
Sur le marché obligataire	12,5	9,9	10,0	12,0
– État	14,6	13,2	13,2	15,6
– Sociétés	2,0	0,8	1,1	2,0
– Autres (c)	66,3	-9,4	-9,5	-10,2
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS.....	17,0	2,5	1,6	-0,4
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	0,9	5,7	5,2	6,3
– Sociétés	0,9	5,7	5,2	6,3

(a) La dette non négociable de l'État correspond à la composante « autres créances nettes » de la contrepartie de M3 « créances sur l'État » (monnaies divisionnaires, circuit du Trésor et net des comptes à la Banque de France).

(b) Obtenus auprès des résidents et des non-résidents

(c) Ce poste correspond pour l'essentiel à l'endettement des administrations publiques hors État et des assurances.

Source et réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 28 18

Mise à jour le 1^{er} décembre 1995

La contribution des placements monétaires inclus dans M3 à la progression de l'ensemble des contreparties de l'EIT s'est amenuisée, passant de 2,6 points (sur 5 points au total) à fin août à 2,5 points (sur 5,4 points) à fin septembre.

L'apport des éléments d'épargne contractuelle à la croissance des contreparties de l'EIT s'est également légèrement amoindri (1,3 point, après 1,4 point à fin août). Celui des placements à caractère obligataire s'est renforcé (0,6 %, après 0,3 % à fin août).

Enfin l'évolution des concours nets des non-résidents a exercé un impact moins restrictif sur la croissance des contreparties de l'EIT que le mois précédent (– 0,9 point à fin septembre, sur 5,4 points, après – 1,4 point à fin août, sur 5 points).

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) ET SES CONTREPARTIES
Parts dans la progression annuelle

Tableau non disponible

C O M M U N I C A T I O N S

L'ÉVOLUTION DES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT

Allocution prononcée par Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France,
à l'occasion de la Conférence internationale de l'INSIG
sur les systèmes de paiement,
à Paris, le 7 décembre 1995

Permettez-moi tout d'abord d'exprimer le plaisir que j'éprouve à nouveau à ouvrir cette conférence sur les systèmes de paiement internationaux. Je suis toujours très sensible à l'invitation de l'INSIG qui me permet de souligner le rôle essentiel que jouent les systèmes de paiement et de règlement dans la sécurité et l'efficacité des activités économiques et financières. Il s'agit, en outre, d'un domaine qui est au cœur des réflexions actuelles sur la transition vers l'Union économique et monétaire et qui constitue un enjeu important pour l'ensemble des acteurs des places financières.

J'évoquerai les évolutions et les réflexions actuelles en France dans trois domaines en particulier : les paiements de gros montant, les systèmes de règlement-livraison de titres — ces deux mécanismes étant étroitement liés — et enfin la monnaie électronique.

1. Les paiements de gros montant

Depuis plusieurs années, d'importantes réformes ont été entreprises en France afin d'améliorer l'efficacité et la sécurité du système de paiement. Cette politique de modernisation, qui a toujours été activement soutenue par la Banque de France, a pour objectif de bâtir une organisation interbancaire cohérente, efficace et sûre. Cet effort de modernisation de nos systèmes de place se poursuit d'autant plus activement aujourd'hui qu'il se situe dans la perspective de la monnaie unique.

L'évolution des systèmes de paiement et de règlement

En ce qui concerne la prévention des risques relatifs aux règlements interbancaires, l'achèvement de la dématérialisation des opérations de gros montant d'une part, et la mise en œuvre du système à règlement brut « TBF » géré par la Banque de France d'autre part, se poursuivent selon un rythme soutenu. Un accord est intervenu en début d'année entre la Banque de France et la profession bancaire sur les conditions dans lesquelles seront échangées et réglées ces opérations de gros montant. Il prévoit en particulier la création de la Centrale des règlements interbancaires (CRI), à laquelle participent onze établissements de la place et la Banque de France. La CRI est une instance de concertation pour toutes les questions relatives aux règlements de gros montant et elle assurera des fonctions de communication entre les banques et les systèmes de place.

Le système à règlement brut en temps réel TBF, qui permettra d'obtenir l'irrévocabilité des règlements en cours de journée, sera opérationnel au début de l'année 1997. Son organisation reposera principalement sur le système de gestion des comptes courants à la Banque de France.

Pour ce qui est de la liquidité en monnaie centrale, et compte tenu du niveau faible des réserves obligatoires, les participants à TBF se la procureront principalement en recourant à un dispositif de pension livrée intrajournalière, à taux nul, qui apportera au système les meilleures garanties de sécurité et d'efficacité.

Compte tenu de la gamme de titres qui peuvent être mis en pension livrée auprès de la Banque de France, les participants à TBF pourront disposer des liquidités qui leur seront nécessaires pour régler sans retard leurs opérations, et la Banque de France n'accordera plus de découvert intrajournalier sur les comptes courants.

La participation au système TBF sera relativement ouverte, puisque tous les établissements de crédit titulaires d'un compte courant de règlement sur les livres de la Banque centrale pourront y participer, sous réserve, bien sûr, de s'engager à en respecter les règles.

Par ailleurs, le système TBF sera le point d'entrée du système européen TARGET qui est en cours de développement sous la direction de l'Institut monétaire européen et qui constituera, par l'interconnexion des systèmes à règlement brut des pays membres de l'Union européenne, le système à règlement brut européen nécessaire à la mise en œuvre de la politique monétaire unique.

J'en viens maintenant aux systèmes de règlement-livraison de titres, qui, comme vous le savez, sont très liés aux systèmes de règlements.

2. Les systèmes de règlement-livraison de titres

En France, l'ensemble des titres étant dématérialisés depuis plusieurs années, toutes les transactions passent actuellement par l'intermédiaire de deux systèmes automatisés de règlement-livraison :

- *Saturne*, créé par la Banque de France en 1988 pour la gestion des bons du Trésor puis pour celle des titres de créances négociables ;
- *Relit*, géré par le dépositaire central, la Sicovam, et qui traite, depuis 1990, l'ensemble des valeurs mobilières.

Les règlements espèces de ces deux systèmes, en francs ou en écus, sont effectués sur les comptes ouverts au nom des participants sur les livres de la Banque de France.

Cette coexistence de deux systèmes, *Relit* d'une part, et *Saturne* d'autre part, a des conséquences sur les procédures, différentes d'un système à l'autre, et rend un peu plus délicats les arbitrages entre des titres gérés dans l'un ou l'autre des systèmes.

Afin d'améliorer cette situation, la Banque de France, la Sicovam et l'Association française des établissements de crédit sont parvenues au début de l'année 1995 à un accord de partenariat qui se traduit en particulier par la création d'un nouveau système, dénommé *Relit Grande Vitesse* (RGV), dans lequel sont reprises les fonctionnalités de *Saturne*.

À la différence de *Relit*, le système RGV sera conçu principalement pour les opérations de gros montant liées au marché monétaire. De nombreux traitements seront effectués dans la journée par le nouveau système, et chaque traitement garantira l'irrévocabilité des transactions.

Pour régler leurs achats de titres, les participants à RGV disposeront d'un « pouvoir d'achat » constitué soit d'espèces soit de titres susceptibles d'être mis en garantie auprès de la Banque de France. Ainsi, le cas échéant, le système mettra en place, de façon automatique, une pension livrée entre un participant et la Banque de France, afin de permettre le règlement de tel ou tel achat de titres. Cette pension livrée pourra être remboursée à tout moment de la journée, soit par une vente de titres, soit par un transfert d'espèces, à l'initiative des participants, depuis le système TBF vers le système RGV. En tout état de cause, toutes ces pensions livrées intrajournalières devront être dénouées avant la fin de la journée comptable.

Enfin, et ce sera mon dernier point, j'évoquerai un aspect nouveau de la liquidité, à savoir la monnaie électronique.

3. La monnaie électronique

La monnaie électronique ne relève pas — du moins pas encore — d'un projet de place ; elle fait néanmoins actuellement l'objet de réflexions nombreuses, teintées d'inquiétudes chez certains, d'espoir ou de fascination chez d'autres. Les banques centrales, comme les établissements de crédit, doivent être particulièrement attentives à ce phénomène qui, par bien des aspects, interfère sur leur activité, voire leurs prérogatives.

Il me semble intéressant d'approcher la question sous le double aspect de la continuité et de la rupture :

- continuité, parce que le paiement électronique se développe depuis plusieurs années, dans le cadre de la dématérialisation des instruments de paiement, le porte-monnaie électronique ou le développement de dispositifs tels que la banque à domicile ;
- rupture, parce que le paiement sur les réseaux de type Internet (les « inforoutes » ou les autoroutes de l'information) pose des questions nouvelles concernant la sécurité des transactions ainsi que la place des différents acteurs, banques et non-banques.

Dans ces conditions, aux questions déjà posées concernant le statut de l'émetteur, la nature de la monnaie ou le suivi dans les agrégats monétaires, s'ajoutent désormais des thèmes liés :

- soit au contexte nouveau provenant des possibilités en matière de paiement offertes par ces autoroutes de l'information et leur caractère transfrontière : il y a lieu en particulier de s'interroger sur la validité des réglementations nationales ou le statut des acteurs ;
- soit au changement possible d'échelle des montants réglés, qui pourrait en particulier avoir un impact sur la politique monétaire.

Je crois utile de vous rappeler qu'en mai 1994, l'Institut monétaire européen a diffusé un rapport dans lequel les banques centrales de l'Union européenne se sont prononcées sur le statut des émetteurs de porte-monnaie électroniques : ceux-ci doivent être des établissements de crédit, notamment en raison

L'évolution des systèmes de paiement et de règlement

de la nature de dépôt des fonds reçus du public. Par ailleurs, la presse s'est fait récemment l'écho de la décision, prise par le Comité des gouverneurs du Groupe des Dix dans le cadre de la Banque des règlements internationaux, de constituer un groupe de réflexion sur la monnaie électronique. Sans préjuger des résultats de cette concertation, qui est d'autant plus nécessaire qu'elle s'applique à un phénomène mondial, il me semble essentiel, avant toute chose, de qualifier les activités en cause ainsi que la « monnaie » dont il s'agit.

Vous le voyez, en France, le processus se poursuit pour faire évoluer notre système de paiement et de règlement vers plus de sécurité tout en préservant la compétitivité des établissements de crédit : il s'agit là d'un enjeu primordial, non seulement pour Paris, mais pour toutes les places financières. À cet égard, des journées comme celles qui s'ouvrent aujourd'hui ont le mérite de contribuer à enrichir notre réflexion en vue d'améliorer l'efficacité et la sécurité des systèmes de paiement et de règlement.

CONVERGENCE DES ÉCONOMIES EUROPÉENNES : POURQUOI EST-ELLE SI INDISPENSABLE ?

Intervention de Denis Ferman,
sous-gouverneur de la Banque de France,
aux entretiens monétaires organisés par l'Institut de l'écu
à Lyon, le 6 novembre 1995

Je souhaiterais articuler mes propos autour de deux thèmes.

En premier lieu, les critères de convergence : pourquoi des critères de convergence, quels critères, comment les interpréter ?

En second lieu, quelle sera la situation des États de la Communauté européenne en phase III ?

1. Critères de convergence

1.1. Pourquoi des critères de convergence ?

La réponse me paraît simple. On ne marie pas l'eau et le feu, ni le sable et le vent. Pour parvenir à l'Union monétaire, il faut une relation de stabilité entre ses différentes composantes — stabilité des finances publiques, stabilité monétaire. Sous une sémantique un peu technique, due au rapprochement de ces deux termes « critères – convergence », l'exigence de stabilité correspond à des principes essentiels et très concrets de bonne gestion économique. Elle ne saurait être considérée comme un simple examen de passage pour l'entrée en union monétaire. Elle s'impose dans la durée, quelles que soient les circonstances.

La stabilité monétaire assainit et éclaire l'horizon des agents économiques et facilite leurs décisions dans les domaines de la production, de la consommation, de l'investissement.

De même, une gestion saine des finances publiques favorise une bonne allocation de l'épargne, une diminution des primes de risque et une détente des taux d'intérêt.

Convergence des économies européennes : pourquoi est-elle si indispensable ?

La Banque de France demeure persuadée que, loin d'aller à l'encontre des contraintes de l'économie réelle, les critères de convergence contribuent à soutenir à long terme l'activité et donc l'emploi.

La Banque tire comme conséquences de cette analyse :

- une volonté de maintenir un objectif d'inflation tendant à limiter la hausse des prix à 2 % par an et une très grande attention portée à la nécessité de corriger les déséquilibres de nos finances publiques ;
- une position très ferme sur la nécessité de n'accepter dans l'Union monétaire que les seuls pays qui seront prêts. L'Union monétaire — le traité de Maastricht est clair — sera à « géométrie variable », en fonction du strict respect ou non des critères de convergence.

1.2. Que sont au juste ces critères de convergence ?

Cinq critères répondent tous à l'exigence de stabilité :

- stabilité des finances publiques qui s'apprécie par :
 - un déficit budgétaire ne dépassant pas 3 % du produit intérieur brut ;
 - un ratio de dette publique n'excédant pas 60 % du PIB.

Ce sont ceux qui sont les plus connus du public.

- stabilité monétaire qui s'apprécie par :
 - un taux d'inflation ne s'éloignant pas de plus de 1,5 % du taux d'inflation moyen des trois pays de la Communauté enregistrant les plus faibles hausses de prix ;
 - un taux de change stable au sein du mécanisme de change européen durant les deux ans précédant l'examen de la convergence ;
- enfin un cinquième critère mesure la crédibilité financière et monétaire de chacun des États : un niveau de taux d'intérêt à long terme qui ne doit pas excéder de plus de 2 % le taux d'intérêt moyen des trois pays enregistrant la plus faible inflation.

Quelle est la situation de la France face à ces cinq exigences ?

Notre pays ne remplit pas les prescriptions du Traité pour ce qui concerne un critère : celui du déficit budgétaire.

Je rappelle ici que l'engagement solennel de faire les efforts nécessaires pour remédier à cette situation dans les deux années à venir a été pris par les plus hautes autorités de l'État. La Banque de France apprécie à sa juste valeur cet engagement comme les marchés qui l'ont déjà salué par une baisse sensible des taux.

1.3. Interprétation des critères

Le traité de Maastricht, comme les statuts de l'Institut monétaire européen (IME), prévoit qu'il sera fait rapport, dès 1996, au Conseil des ministres de l'Économie et des Finances, pour recommandation, puis au Conseil des chefs d'État et de gouvernement, pour décision définitive, de la situation de chaque pays au regard des critères de convergence.

Ce processus suppose que soient préalablement définis avec précision l'interprétation, voire, sur certains points, le contenu même des critères.

Convergence des économies européennes : pourquoi est-elle si indispensable ?

L'unanimité s'est déjà faite sur quelques principes clairs :

- l'interprétation stricte des critères : tout le Traité, mais pas plus ;
- l'absence de hiérarchie entre les critères : tous devront être respectés au même titre ;
- la prise en compte des résultats effectifs : les simples prévisions ne seront pas de mise.

En schématisant, la marge d'appréciation des situations nationales au regard des critères d'inflation et de taux d'intérêt sera très limitée, alors que le Traité prévoit une certaine souplesse sur l'application des critères de finances publiques.

Ainsi, le Conseil pourrait ne pas exclure un État dont le déficit serait de manière exceptionnelle supérieur à la valeur de référence ou diminuerait régulièrement en se rapprochant du seuil. Il en irait de même des États qui auraient un ratio de dette publique supérieur à 60 % du PIB mais diminuant de façon substantielle et constante.

2. Quelles seront les contraintes des États entrant ou n'entrant pas immédiatement dans l'Union ?

2.1. États entrant en union monétaire

La monnaie unique enlèvera, par définition, au critère de change toute signification, puisque les parités des monnaies nationales entre elles et avec l'écu seront irrévocablement fixées.

De même, la mise en place d'une zone monétaire unique avec une politique monétaire unique conduira à une égalisation des taux d'inflation aussi bien qu'à un rapprochement des taux d'intérêt à long terme des pays membres.

En revanche, les critères de finances publiques demeureront.

Bien plus, la procédure de contrôle de déficit budgétaire excessif sera renforcée, puisque, contrairement à ce qui est le cas en phase II, le Conseil pourra imposer des sanctions financières : révision à la baisse des concours communautaires, dépôts sans intérêt auprès de la Communauté, amendes...

2.2. Relations entre l'Union et les pays non membres

Les pays qui n'auront pas été retenus pour participer à l'Union resteront régis par les dispositions du traité de Maastricht relatives aux critères de convergence, aux grandes orientations de politique économique et à l'adaptation des statuts de leur banque centrale. Ils feront partie du Système européen de banques centrales bien que n'ayant pas voix aux décisions majeures de l'Union, notamment dans le domaine de la politique monétaire.

Le Conseil procédera tous les deux ans à un examen de la situation de ces pays en vue de leur participation éventuelle à la phase III.

L'Union monétaire constituera une zone économique et financière puissante et stable. Aussi, toute stratégie divergente de la part d'un pays de la Communauté non membre de l'Union porterait-elle préjudice à ce pays par l'apparition plus ou moins rapide d'une prime de risque et donc d'une moindre croissance à terme.

Au-delà de ces contraintes, il semble nécessaire d'organiser un cadre de relations entre pays membres et pays non membres de l'Union monétaire. Plusieurs dispositions du traité de Maastricht prévoient explicitement la mise en place d'un accord de coopération de change. Il conviendra d'en affiner les contours dès que la situation de l'Europe monétaire et financière se fera plus précise.

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

1. Publications diffusées par la Banque de France en novembre 1995

Enquête mensuelle de conjoncture n° 140 – novembre 1995

Direction de la Conjoncture

(Tél. : +33 (1) 42 92 29 30 – Télécopie : +33 (1) 42 92 49 10)

Cahier des titres de créances négociables – octobre 1995

Direction des Marchés de capitaux

(Tél. : +33 (1) 42 92 26 95 – Télécopie : +33 (1) 42 92 26 95)

Cahiers régionaux Rhône-Alpes – octobre 1995 L'industrie du décolletage dans la vallée de l'Arve Évolution 1993-1994 – Perspectives 1995

Banque de France Cluses

Secrétariat régional Lyon

(Tél. : +33 72 41 25 25 – Télécopie : +33 72 41 25 79)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

2. Contributions à des publications extérieures

Banque de France : prévisions financières et réseaux neuronaux

par Christian Nottola, adjoint de direction au Secrétariat général

(La Revue française d'informatique bancaire – n° 11, septembre 1995)

« Il n'est pas normal qu'on se réjouisse qu'un industriel se désendette. Il n'est pas normal non plus qu'il ait intérêt à le faire »

entretien avec Jean-Pierre Gérard, membre du Conseil de la politique monétaire

(La Synthèse financière – 13 au 18 novembre 1995)

Révolution industrielle dans la banque

entretien avec Michel Albert, membre du Conseil de la politique monétaire

(Les Échos – 14 novembre 1995)

La Banque de France et l'information

Franç : « Un puissant mouvement de confiance est créé »

entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur
(Le Journal du dimanche – 26 novembre 1995)

***Durée d'utilisation des équipements industriels :
mesure et éléments de comparaison internationale***

par Gilbert Cette, adjoint de direction à la DEER, et Dominique Taddéi
(Économie et Statistiques – n° 287, 1995-7)

***Horaires de travail et durée d'utilisation des équipements :
quelques aspects théoriques***

par Gilbert Cette, adjoint de direction à la DEER, et
Dominique Anxo, Gerhard Bosch, Thomas Sterner et Dominique Taddéi
(Économie et Statistiques – n° 287, 1995-7)

Perspectives d'harmonisation

par Dominique Augustin, adjoint de direction à la Commission bancaire
(Banque Stratégie – n° 121, novembre 1995)

Méthodologie pour mieux maîtriser le risque de crédit

par Jacques Fournier, directeur adjoint à la Commission bancaire
(Banque – n° 565, décembre 1995)

3. Communications des responsables de la Banque de France

L'évolution des systèmes de paiement et de règlement

allocution de Jean-Claude Trichet, gouverneur,
à l'occasion de la Conférence internationale de l'INSIG
à Paris, le 7 décembre 1995 ¹

***Convergence des économies européennes :
pourquoi est-elle si indispensable ?***

intervention de Denis Ferman, sous-gouverneur,
aux entretiens monétaires organisés par l'Institut de l'écu
à Lyon, le 6 novembre 1995 ¹

¹ Texte publié intégralement dans le présent *Bulletin*

E N Q U Ê T E S

LA CLIENTÈLE DES PRINCIPAUX ÉTABLISSEMENTS DÉPOSITAIRES DE TITRES AU DEUXIÈME TRIMESTRE 1995

Les résultats de l'enquête-titres pour le deuxième trimestre 1995¹ reflètent l'amélioration observée sur les marchés français d'obligations et d'actions dans le sillage du marché américain.

La détente des taux courts, intervenant après la forte baisse des taux à long terme enregistrée depuis le début de l'année 1995, a fait bénéficier les entreprises d'un environnement plus favorable et a contenu la dégradation des cours observée tout au long de l'année 1994.

Ces évolutions se sont répercutées positivement sur les *titres d'OPCVM*, dont l'encours global a progressé grâce aux meilleures performances des marchés.

Selon Europerformance, les *Sicav obligataires*, qui ont rattrapé une partie de leurs pertes de 1994, ont encore subi d'importantes demandes de rachat. Les dégagements opérés sur les *Sicav de*

¹ Cf. « La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au premier trimestre 1995 » publiée dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 22 – octobre 1995

trésorerie se sont situés très en-deçà des niveaux des trimestres précédents. Pour les *Sicav actions et diversifiées*, les gains en termes de valorisation ont légèrement dépassé les souscriptions nettes négatives.

L'examen, sur le deuxième trimestre 1995, des comportements sectoriels, montre que :

- les désengagements des *ménages* vis-à-vis des titres d'OPCVM monétaires se sont poursuivis, mais à un rythme moins soutenu qu'au premier trimestre de 1995. Corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'actions et d'obligations ont diminué de 1 % et 2 % environ ;
- l'épargne investie en valeurs mobilières par les *sociétés* a augmenté globalement de 1,6 %. Les titres d'OPCVM ont contribué pour une large part à cette augmentation, compensant ainsi la baisse des composantes actions françaises cotées et obligations françaises des portefeuilles (en volume, respectivement 2,8 % et 3,7 %) ;
- les *entreprises d'assurance et caisses de retraite* ont augmenté leurs placements en obligations françaises de plus de 3 % (hors plus-values) ;
- les *non-résidents* ont été de nouveau vendeurs nets en obligations d'État, alors qu'ils avaient renforcé leurs investissements sur ce type de titres au premier trimestre 1995 ;
- les *OPCVM* ont augmenté leurs placements obligataires et en actions françaises cotées, de 3 % et 4 % environ en volume.

À fin juin 1995, les *ménages* restaient les *premiers détenteurs de valeurs mobilières* (toutes catégories confondues) avec 28,3 % des portefeuilles analysés.

À la même date, on dénombrait dans l'enquête 14,2 millions de *comptes-titres* (– 0,2 % par rapport à mars 1995) dont environ 2,7 millions de *plans d'épargne en actions (PEA)*.

Le portefeuille moyen des *ménages* était de 140 000 francs, contre 142 500 francs environ, un an plus tôt. Le montant moyen des PEA recensés dans l'enquête atteignait, pour sa part, 63 000 francs, soit une augmentation de près de 7 % par rapport à fin juin 1994.

L'enquête du deuxième trimestre 1995 porte sur les opérations de la clientèle, à l'exclusion de celles que les établissements informateurs ¹ font pour leur propre compte.

L'échantillon couvrait, à fin mars 1995, 60 % des actions françaises cotées, 87 % des obligations françaises et 78 % des titres d'OPCVM français.

Les résultats sont présentés, pour ce qui concerne les titres d'OPCVM, selon la *nouvelle classification* mise en place par la Commission des opérations de bourse au 1^{er} janvier 1994.

MONIQUE CHOCRON

LYDIE MARCHAND

Direction des Études et Statistiques monétaires

Pôle d'enquêtes et d'études sur les placements en valeurs mobilières

¹ Les plus grandes banques, les sociétés de bourse, la Caisse des dépôts et consignations, le Trésor public, La Poste et les caisses d'épargne

1. Résultats globaux

1.1. Représentativité de l'enquête par rapport à la capitalisation boursière globale

COUVERTURE DE L'ENQUÊTE-TITRES		
	(en pourcentage)	
	Mars 1995	Juin 1995
PAR RAPPORT À LA CAPITALISATION BOURSÈRE (PARIS)		
Actions françaises cotées.....	60,4	60,4
Obligations françaises.....	86,0	86,7
PAR RAPPORT À L'ACTIF NET DES OPCVM		
Titres d'OPCVM français.....	78,2	78,0
OPCVM monétaires.....	84,5	84,6
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		
Mise à jour le 10 novembre 1995		

Comme le montre le tableau ci-dessus, la représentativité de l'enquête est restée stable entre le premier et le deuxième trimestre 1995.

1.2. Importance relative des actions françaises cotées et des obligations françaises dans l'enquête d'une part, et dans la capitalisation boursière d'autre part

STRUCTURE PAR VALEURS DE L'ENQUÊTE-TITRES ET DE LA CAPITALISATION BOURSÈRE				
	Échantillon de l'enquête		Capitalisation boursière	
	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995
Actions françaises cotées.....	30,8	30,4	38,8	38,6
Obligations françaises.....	69,2	69,6	61,2	61,4
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82				
Mise à jour le 10 novembre 1995				

Comme pour les enquêtes précédentes, les obligations sont davantage représentées dans l'enquête que dans la capitalisation boursière, l'inverse étant observé pour les actions. L'écart entre les deux mesures est d'environ 8 points. Certaines entreprises conservent et gèrent les actions qu'elles émettent au nominatif pur. Cela peut expliquer la sous-représentativité des actions cotées dans l'enquête, en dépit de l'élargissement de l'échantillon qui a été opéré une nouvelle fois à partir du 1^{er} janvier 1995.

1.3. Évolution des portefeuilles selon les catégories de titres

ÉVOLUTION DES ENCOURS ET STRUCTURE DE L'ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES					
(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1995	Juin 1995	Juin 1995/ Mars 1995	Mars 1995	Juin 1995
ACTIONS					
Françaises cotées.....	1 435 985	1 457 496	1,5	19,4	19,1
Françaises non cotées.....	115 215	126 018	9,4	1,6	1,7
Étrangères	232 473	246 669	6,1	3,1	3,2
OBLIGATIONS.....	3 608 197	3 740 944			
Françaises	3 225 485	3 334 936	3,4	43,5	43,7
Étrangères	382 712	406 008	6,1	5,2	5,3
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	1 992 433	2 027 763			
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	917 538	929 684	1,3	12,4	12,2
OPCVM obligataires et titres de créances.....	522 638	521 318	- 0,3	7,0	6,8
OPCVM actions.....	176 436	185 467	5,1	2,4	2,4
OPCVM diversifiés.....	74 339	76 857	3,4	1,0	1,0
OPCVM garantis.....	44 496	46 682	4,9	0,6	0,6
<i>Autres titres d'OPCVM</i>	<i>256 986</i>	<i>267 755</i>			
OPCVM monétaires.....	88 868	97 351	9,5	1,2	1,3
Autres titres d'OPCVM	168 118	170 404	1,4	2,3	2,2
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	35 403	35 479	0,2	0,5	0,5
TOTAL.....	7 419 706	7 634 369	2,9	100,0	100,0
Les titres sont évalués sur la base des cotations de la dernière séance de bourse du trimestre (évaluation fraction courue du coupon comprise, en ce qui concerne les obligations françaises). Les actions non cotées recensées dans l'enquête ne représentent qu'un faible montant du capital des affaires françaises non cotées. Ces valeurs restent le plus souvent au siège des sociétés.					
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82					
Mise à jour le 10 novembre 1995					

Au cours du deuxième trimestre 1995, l'encours total des portefeuilles de l'enquête a augmenté de 2,9 % (– 3,7 % au cours de la même période de 1994 pour un échantillon légèrement différent).

Les portefeuilles en *actions cotées* détenues en direct ou par l'intermédiaire d'un OPCVM et les portefeuilles en *obligations françaises* et en *titres d'OPCVM obligataires et titres de créances* confondus ont progressé respectivement d'environ 2 % et 3 %.

Par ailleurs, l'encours global des *titres d'OPCVM* a augmenté de 1,8 % (– 3,9 % au trimestre précédent). Parmi ceux-ci, les *titres d'OPCVM monétaires* ont accru leur valeur de 2 %.

Ces résultats sont donc proches des statistiques d'*Europerformance* qui montrent que l'encours des *Sicav* a augmenté de 2,2 % au deuxième trimestre 1995 (contre une diminution de plus de 5,0 % au trimestre précédent).

Les performances des *Sicav de trésorerie* (près de 16 milliards de francs) et des *Sicav actions et diversifiées* (6 milliards) ont largement compensé l'excédent des rachats sur les souscriptions (de l'ordre de 6 milliards et 3 milliards respectivement pour les deux types de produits).

Les Sicav obligataires ont également enregistré des souscriptions nettes négatives (– 14 milliards de francs) qui ont dépassé les performances pourtant importantes de ces titres (11 milliards).

Les évolutions qui sont intervenues au deuxième trimestre 1995 ont peu modifié la *structure de l'ensemble des portefeuilles* par rapport à ce qu'elle était à fin mars 1995.

1.4. Évolution des marchés selon les catégories de titres

ÉVOLUTION COMPARÉE DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE, DES INDICES BOURSIERS ET DES PORTEFEUILLES DE L'ENQUÊTE-TITRES					
(capitalisation en milliards de francs)					
	Capitalisation boursière (a)		Variation (en pourcentage)	Indices (en pourcentage) (b)	Enquête-titres (en pourcentage)
	Mars 1995	Juin 1995	Juin 1995/ Mars 1995	Juin 1995/ Mars 1995	Juin 1995/ Mars 1995
Actions françaises cotées.....	2 377	2 413	1,5	1,4	1,5
Obligations françaises.....	3 750	3 845	2,5	2,1	3,4
Titres d'OPCVM français (c)	2 547	2 600	2,1	–	1,8
– OPCVM monétaires.....	1 191	1 214	1,9	–	2,0
Valeurs étrangères.....	–	–	–	–	5,8
(a) Sources COB et Sicovam (b) Indice INSEE pour les actions françaises et indice Crédit lyonnais pour les obligations (c) Actif net des OPCVM Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82					
				Mise à jour le 10 novembre 1995	

L'évolution de la valeur des portefeuilles pendant la période considérée résulte à la fois de la variation des cours et du volume des acquisitions nettes ¹.

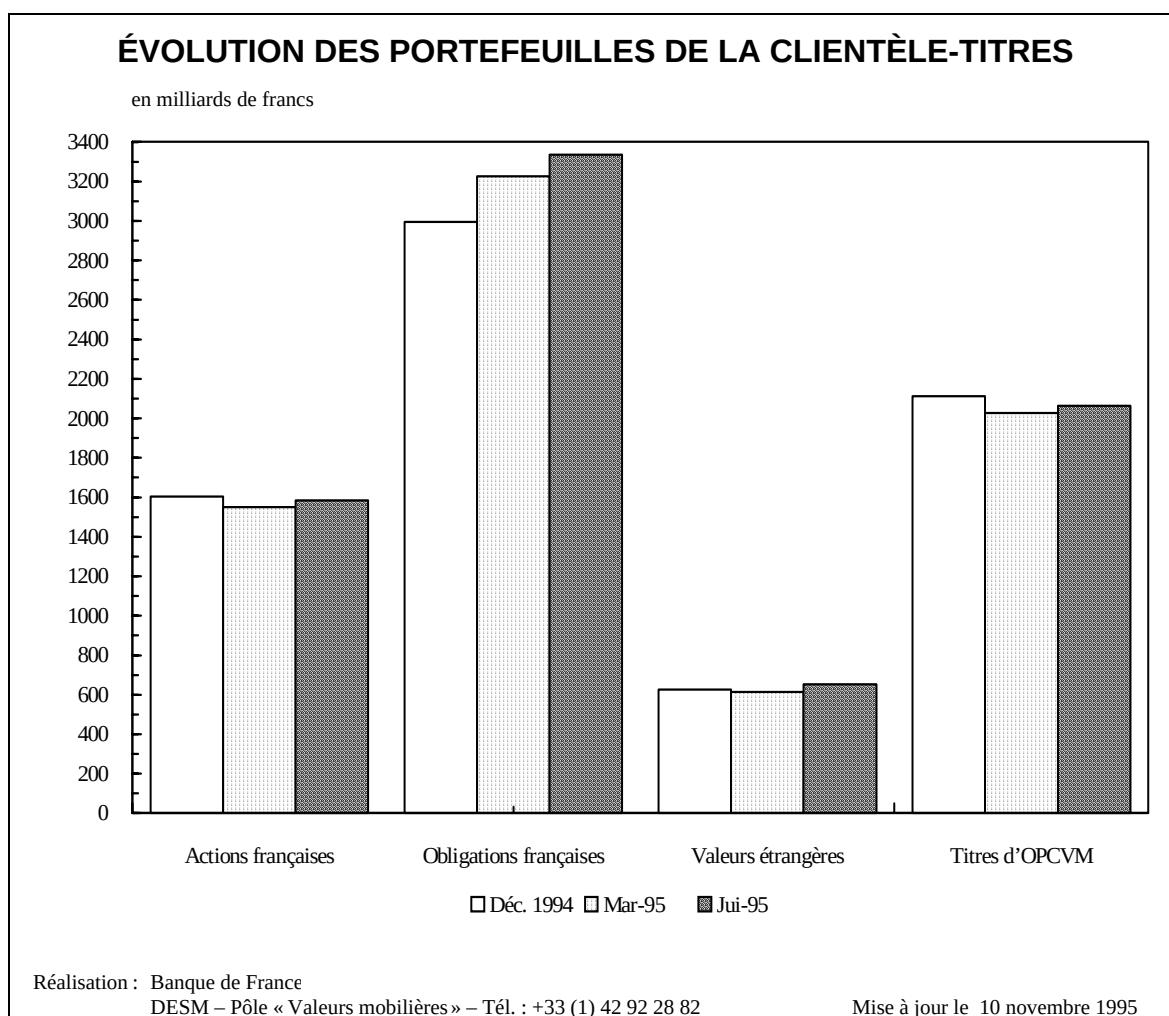
Au *deuxième trimestre 1995*, l'augmentation des portefeuilles d'*actions cotées* dans l'enquête a été du même ordre que celle de l'indice INSEE des cours boursiers (respectivement 1,5 % et 1,4 %). On observe, par ailleurs, un léger accroissement de la capitalisation boursière au cours de la même période (+ 1,5 %).

Pour les *obligations françaises*, l'enquête-titres fait apparaître une augmentation des encours supérieure à celle de l'indice Crédit lyonnais (respectivement + 3,4 % et + 2,1 %). Le solde des transactions sur ces valeurs semble donc avoir été nettement positif.

¹ Souscriptions + achats – ventes, pour les actions
 Souscriptions + achats – ventes – remboursements, pour les obligations
 Souscriptions – demandes de rachat, pour les titres d'OPCVM

L'encours global des portefeuilles en *titres d'OPCVM français* recensés dans l'enquête a progressé de 1,8 %, contre 2,1 % pour l'actif net de ces organismes ¹. Pour les *titres d'OPCVM monétaires*, les évolutions sont très proches (2 %).

On observe enfin une évolution positive des *valeurs étrangères* dans l'enquête au deuxième trimestre 1995 (6 % environ).



¹ Il n'existe pas d'indice de cours pour les titres d'OPCVM.

2. Répartition des valeurs selon les groupes de porteurs

2.1. Évolution des portefeuilles selon les groupes de porteurs

Au deuxième trimestre 1995, l'augmentation globale des portefeuilles (+ 2,9 %) résulte de la progression des portefeuilles des investisseurs institutionnels et de la contraction plus ou moins importante de ceux des secteurs non financiers (à l'exception, toutefois, des sociétés, dont les encours ont progressé de 1,6 %).

Le portefeuille des ménages

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES					
(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1995	Juin 1995	Juin 1995/ Mars 1995	Mars 1995	Juin 1995
ACTIONS.....	398 896	398 499	- 0,1		
Françaises cotées.....	312 374	312 551	0,1	15,6	15,7
Françaises non cotées.....	35 575	33 814	- 5,0	1,8	1,7
Étrangères.....	50 947	52 134	2,3	2,5	2,6
OBLIGATIONS.....	549 003	546 852	- 0,4		
Françaises.....	536 210	534 437	- 0,3	26,7	26,8
Étrangères.....	12 793	12 415	- 3,0	0,6	0,6
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	1 038 133	1 027 076	- 1,1		
OPCVM « maison »					
OPCVM monétaires.....	400 254	387 734	- 3,1	20,0	19,5
OPCVM obligataires et titres de créances.....	401 669	398 578	- 0,8	20,0	20,0
OPCVM actions.....	126 251	125 085	- 0,9	6,3	6,3
OPCVM diversifiés.....	29 483	30 293	2,7	1,5	1,5
OPCVM garantis.....	39 920	41 739	4,6	2,0	2,1
Autres titres d'OPCVM.....	40 556	43 647	7,6		
OPCVM monétaires.....	9 358	12 609	34,7	0,5	0,6
Autres titres d'OPCVM.....	31 198	31 038	- 0,5	1,6	1,6
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	19 721	19 654	- 0,3	1,0	1,0
TOTAL.....	2 005 753	1 992 081	- 0,7	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82					
Mise à jour le 10 novembre 1995					

Le portefeuille des *ménages*, qui représente 28,3 % des valeurs couvertes par l'enquête, a diminué de 0,7 % au deuxième trimestre 1995 (contre – 2 % environ au trimestre précédent). Les évolutions ont été toutefois différentes selon les valeurs.

Les *actions françaises cotées* se sont redressées par rapport au trimestre précédent (+ 0,1 %, contre – 1,4 %) contrairement à ce que l'on observe pour les *obligations françaises* (– 0,3 %, contre + 3,8 %).

Les portefeuilles en *titres d'OPCVM français* se sont légèrement contractés (– 1,1 %), moins cependant qu'au cours des trimestres précédents.

Le repli observé sur les *titres d'OPCVM monétaires* depuis deux années s'est atténué au deuxième trimestre 1995 (– 2,3 %, contre – 5,9 % au premier trimestre).

Contrairement à ce qui avait été observé au premier trimestre de l'année, les encours des *titres d'OPCVM obligataires et titres de créances* et ceux des *OPCVM actions* ne se sont que très légèrement contractés au cours de la période sous-revue (respectivement – 0,8 % et – 0,9 %, contre – 3,0 % et – 6,0 %).

Entre mars et juin 1995, corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'*actions et d'obligations françaises* ont diminué respectivement de 1,3 % et 2,4 %.

La *structure des portefeuilles des ménages* n'a pratiquement pas subi de modification au cours du deuxième trimestre 1995.

Dans le *portefeuille des ménages*, le *PEA bancaire* représentait 171,4 milliards de francs à fin juin 1995 (sur une collecte totale hors liquidités de 182 milliards environ ¹).

STRUCTURE PAR VALEURS DANS L'ENQUÊTE-TITRES ET DANS LE PEA AU 30 JUIN 1995					
	Encours des portefeuilles-titres		Encours des PEA		Poids du PEA dans les portefeuilles-titres (en pourcentage)
	En millions de francs	En pourcentage	En millions de francs	En pourcentage	
Actions.....	344 391	34,8	61 877	36,1	18,0
Obligations	521 400	52,8	41 892	24,4	8,0
Titres d'OPCVM actions.....	122 246	12,4	67 587	39,5	55,3
TOTAL.....	988 037	100,0	171 356	100,0	17,3
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82					
				Mise à jour le 10 novembre 1995	

Il ressort du tableau précédent que dans les portefeuilles-titres, la part des titres d'OPCVM actions est nettement inférieure à celle des actions (de l'ordre de 22 points) et que l'inverse est observé dans les PEA (écart de 3,4 points au bénéfice des OPCVM actions).

On remarque par ailleurs que, dans les portefeuilles-titres, l'importance relative des titres gérés sous dossier PEA est trois fois plus grande pour les titres d'OPCVM actions que pour les actions gérées en direct (respectivement 55 % et 18 %).

¹ Données de la direction du Trésor sur le montant total des PEA bancaires à fin juin 1995

Le portefeuille des sociétés

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES SOCIÉTÉS					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1995	Juin 1995	Juin 1995/ Mars 1995	Mars 1995	Juin 1995
ACTIONS.....	319 921	328 422	2,7		
Françaises cotées.....	199 166	196 317	- 1,4	22,4	21,8
Françaises non cotées.....	55 496	66 743	20,3	6,2	7,4
Étrangères.....	65 259	65 362	0,2	7,3	7,2
OBLIGATIONS.....	212 922	215 395	1,2		
Françaises.....	182 343	179 446	- 1,6	20,5	19,9
Étrangères.....	30 579	35 949	17,6	3,4	4,0
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	350 736	353 755	0,9		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	264 714	272 150	2,8	29,8	30,2
OPCVM obligataires et titres de créances.....	30 041	28 272	- 5,9	3,4	3,1
OPCVM actions.....	10 163	10 976	8,0	1,1	1,2
OPCVM diversifiés.....	11 449	9 564	- 16,5	1,3	1,1
OPCVM garantis.....	2 328	1 922	- 17,4	0,3	0,2
<i>Autres titres d'OPCVM.....</i>	32 041	30 871	- 3,7		
OPCVM monétaires.....	15 906	15 547	- 2,3	1,8	1,7
Autres titres d'OPCVM.....	16 135	15 324	- 5,0	1,8	1,7
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	4 388	4 515	2,9	0,5	0,5
TOTAL.....	887 967	902 087	1,6	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82					
Mise à jour le 10 novembre 1995					

Les portefeuilles des sociétés (12,8 % des valeurs de l'enquête) se sont développés de 1,6 % au deuxième trimestre 1995 (contre - 3,9 % au trimestre précédent), rompant ainsi avec l'évolution défavorable observée depuis le troisième trimestre 1994.

Les titres d'OPCVM monétaires et les valeurs étrangères ont contribué à hauteur de 1,4 point à la progression des portefeuilles. Corrigées des indices de cours, les actions françaises cotées détenues par les sociétés ont diminué de 2,8 % et les obligations françaises de 3,7 %.

La structure des portefeuilles des sociétés n'a pas subi de modification importante au cours du deuxième trimestre de l'année 1995.

Le portefeuille des entreprises d'assurance et des caisses de retraite

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ENTREPRISES D'ASSURANCE ET DES CAISSES DE RETRAITE					
(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1995	Juin 1995	Juin 1995/ Mars 1995	Mars 1995	Juin 1995
ACTIONS.....	172 226	167 019	- 3,0		
Françaises cotées.....	151 854	146 322	- 3,6	9,0	8,2
Françaises non cotées.....	1 034	1 271	22,9	0,1	0,1
Étrangères.....	19 338	19 426	0,5	1,1	1,1
OBLIGATIONS.....	1 246 257	1 314 864	5,5		
Françaises.....	1 118 020	1 178 441	5,4	66,1	66,0
Étrangères.....	128 237	136 423	6,4	7,6	7,6
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	270 558	299 662	10,8		
OPCVM « maison »					
OPCVM monétaires.....	70 487	77 870	10,5	4,2	4,4
OPCVM obligataires et titres de créances.....	52 038	56 891	9,3	3,1	3,2
OPCVM actions.....	30 865	39 972	29,5	1,8	2,2
OPCVM diversifiés.....	23 509	25 829	9,9	1,4	1,4
OPCVM garantis.....	671	941	40,2	0,0	0,1
Autres titres d'OPCVM.....	92 988	98 159	5,6		
OPCVM monétaires.....	26 934	32 005	18,8	1,6	1,8
Autres titres d'OPCVM.....	66 054	66 154	0,2	3,9	3,7
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	3 262	3 305	1,3	0,2	0,2
TOTAL.....	1 692 303	1 784 850	5,5	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82					
Mise à jour le 10 novembre 1995					

Le portefeuille des entreprises d'assurance et des caisses de retraite (25,4 % des valeurs de l'enquête) a progressé de 5,5 % au deuxième trimestre 1995. Les obligations françaises et les titres d'OPCVM français ont contribué à hauteur de 3,6 points et 1,7 point à cette augmentation.

Corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'actions cotées ont diminué de 5 %.

Les chiffres du tableau précédent reflètent l'importance des fonds collectés par les sociétés d'assurance, principalement au titre de l'assurance-vie.

À fin juin 1995, la part relative des obligations françaises dans le portefeuille des entreprises d'assurance et de caisses de retraite atteint 66 % (8,2 % seulement pour les actions et 16,8 % pour les titres d'OPCVM français).

Le portefeuille des associations et groupements divers

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ASSOCIATIONS ET GROUPEMENTS DIVERS					
(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1995	Juin 1995	Juin 1995/ Mars 1995	Mars 1995	Juin 1995
ACTIONS.....	10 283	10 383	1,0		
Françaises cotées.....	7 957	8 264	3,9	6,6	7,0
Françaises non cotées.....	794	795	0,1	0,7	0,7
Étrangères.....	1 532	1 324	- 13,6	1,3	1,1
OBLIGATIONS.....	28 392	25 627	- 9,7		
Françaises.....	27 317	24 849	- 9,0	22,7	20,9
Étrangères.....	1 075	778	- 27,6	0,9	0,7
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	81 494	82 511	1,2		
OPCVM « maison »					
OPCVM monétaires.....	57 629	58 973	2,3	47,9	49,7
OPCVM obligataires et titres de créances.....	12 655	10 966	- 13,3	10,5	9,2
OPCVM actions.....	1 685	1 466	- 13,0	1,4	1,2
OPCVM diversifiés.....	1 531	1 941	26,8	1,3	1,6
OPCVM garantis.....	382	513	34,3	0,3	0,4
Autres titres d'OPCVM.....	7 612	8 652	13,7		
OPCVM monétaires.....	4 608	5 444	18,1	3,8	4,6
Autres titres d'OPCVM.....	3 004	3 208	6,8	2,5	2,7
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	203	237	16,7	0,2	0,2
TOTAL.....	120 372	118 758	- 1,3	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82					
Mise à jour le 10 novembre 1995					

Après la légère progression enregistrée au premier trimestre 1995 (+ 0,7 %), les *portefeuilles des associations et groupements divers* (1,7 % des valeurs de l'enquête) se sont légèrement réduits au deuxième trimestre (– 1,3 %).

L'augmentation des *titres d'OPCVM monétaires* (+ 3,5 %) n'a pas compensé le repli de l'encours des *obligations françaises* détenues en direct ou par l'intermédiaire d'un OPCVM (– 10,4 %).

La *structure des portefeuilles des associations et groupements divers* a subi quelques changements au cours du premier trimestre 1995. On notera ainsi que la part relative des *obligations françaises* s'est réduite de 1,8 point au profit de celle des *titres d'OPCVM monétaires*, qui a gagné 2,6 points (54,3 %, contre 51,7 %).

Le portefeuille des administrations publiques

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES					
(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1995	Juin 1995	Juin 1995/ Mars 1995	Mars 1995	Juin 1995
ACTIONS.....	62 950	59 654	- 5,2		
Françaises cotées.....	62 801	59 372	- 5,5	48,6	47,1
Françaises non cotées.....	5	155	3 000,0	0,0	0,1
Étrangères.....	144	127	- 11,8	0,1	0,1
OBLIGATIONS.....	32 880	32 217	- 2,0		
Françaises.....	31 255	30 845	- 1,3	24,2	24,5
Étrangères.....	1 625	1 372	- 15,6	1,3	1,1
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	33 429	34 193	2,3		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	14 334	13 707	- 4,4	11,1	10,9
OPCVM obligataires et titres de créances.....	2 081	2 011	- 3,4	1,6	1,6
OPCVM actions.....	1 243	1 182	- 4,9	1,0	0,9
OPCVM diversifiés.....	721	615	- 14,7	0,6	0,5
OPCVM garantis.....	677	688	1,6	0,5	0,5
<i>Autres titres d'OPCVM</i>	14 373	15 990	11,3		
OPCVM monétaires.....	8 565	8 691	1,5	6,6	6,9
Autres titres d'OPCVM.....	5 808	7 299	25,7	4,5	5,8
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	11	14	27,3	0,0	0,0
TOTAL.....	129 270	126 078	- 2,5	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France					
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82			Mise à jour le 10 novembre 1995		

Les portefeuilles des administrations publiques (1,8 % des valeurs de l'enquête) se sont contractés au deuxième trimestre 1995 (– 2,5 %).

La progression des titres d'OPCVM français (+ 2,3 %) n'a pas compensé la diminution des encours d'actions françaises cotées et d'obligations qui, en volume, ont perdu respectivement 5,5 % et 2,0 %.

À fin juin 1995, la structure des portefeuilles des administrations publiques apparaît assez semblable à ce qu'elle était à la fin du trimestre précédent.

Le portefeuille des non-résidents

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES NON-RÉSIDENTS					
(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1995	Juin 1995	Juin 1995/ Mars 1995	Mars 1995	Juin 1995
ACTIONS.....	445 592	455 112	2,1		
Françaises cotées.....	429 657	438 006	1,9	49,5	49,5
Françaises non cotées.....	1 640	2 248	37,1	0,2	0,3
Étrangères.....	14 295	14 858	3,9	1,6	1,7
OBLIGATIONS.....	402 487	408 382	1,5		
Françaises.....	338 241	340 578	0,7	39,0	38,5
Étrangères.....	64 246	67 804	5,5	7,4	7,7
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	17 573	19 051	8,4		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	8 761	9 681	10,5	1,0	1,1
OPCVM obligataires et titres de créances.....	3 099	3 186	2,8	0,4	0,4
OPCVM actions.....	1 466	1 575	7,4	0,2	0,2
OPCVM diversifiés.....	718	714	- 0,6	0,1	0,1
OPCVM garantis.....	172	308	79,1	0,0	0,0
<i>Autres titres d'OPCVM.....</i>	3 357	3 587	6,9		
OPCVM monétaires.....	891	964	8,2	0,1	0,1
Autres titres d'OPCVM.....	2 466	2 623	6,4	0,3	0,3
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	1 913	1 894	- 1,0	0,2	0,2
TOTAL.....	867 565	884 439	1,9	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82					
Mise à jour le 10 novembre 1995					

Les portefeuilles des non-résidents recensés dans l'enquête (12,6 % de l'ensemble des valeurs) ont augmenté de 1,9 % au deuxième trimestre 1995 (+ 1,0 % au premier trimestre).

Corrigés de l'évolution des indices de cours, les encours d'actions cotées ont progressé de 0,5 % seulement et les encours d'obligations françaises se sont repliés de 1,4 %, interrompant ainsi le mouvement de réinvestissement observé au trimestre précédent, après une année 1994 très défavorable.

La structure des portefeuilles des non-résidents ne s'est pratiquement pas modifiée au cours du premier trimestre 1995.

Le portefeuille des établissements de crédit et assimilés

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS <i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1995	Juin 1995	Juin 1995/ Mars 1995	Mars 1995	Juin 1995
ACTIONS.....	134 477	161 134	19,8		
Françaises cotées.....	92 676	106 519	14,9	16,7	17,7
Françaises non cotées.....	17 628	17 917	1,6	3,2	3,0
Étrangères.....	24 173	36 698	51,8	4,4	6,1
OBLIGATIONS.....	292 630	310 633	6,2		
Françaises.....	225 787	239 988	6,3	40,8	39,8
Étrangères.....	66 843	70 645	5,7	12,1	11,7
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	123 660	129 129	4,4		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	59 871	62 538	4,5	10,8	10,4
OPCVM obligataires et titres de créances.....	16 315	16 777	2,8	2,9	2,8
OPCVM actions.....	2 385	2 525	5,9	0,4	0,4
OPCVM diversifiés.....	5 797	6 670	15,1	1,0	1,1
OPCVM garantis.....	129	245	89,9	0,0	0,0
<i>Autres titres d'OPCVM</i>	39 163	40 374	3,1		
OPCVM monétaires.....	4 374	3 992	- 8,7	0,8	0,7
Autres titres d'OPCVM.....	34 789	36 382	4,6	6,3	6,0
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	2 871	2 423	- 15,6	0,5	0,4
TOTAL.....	553 638	603 319	9,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82					
Mise à jour le 10 novembre 1995					

Les résultats du tableau précédent ne représentent que de façon partielle l'évolution et la structure du portefeuille des établissements de crédit, dans la mesure où les portefeuilles propres de ces établissements ne sont recensés dans l'enquête que lorsqu'ils sont gérés par d'autres organismes.

Le portefeuille des OPCVM

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES OPCVM					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1995	Juin 1995	Juin 1995/ Mars 1995	Mars 1995	Juin 1995
ACTIONS.....	239 328	249 960	4,4		
Françaises cotées.....	179 500	190 145	5,9	15,4	15,6
Françaises non cotées.....	3 043	3 075	1,1	0,3	0,3
Étrangères.....	56 785	56 740	- 0,1	4,9	4,6
OBLIGATIONS.....	843 626	886 974	5,1		
Françaises.....	766 312	806 352	5,2	65,9	65,9
Étrangères.....	77 314	80 622	4,3	6,6	6,6
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	76 850	82 386	7,2		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	41 488	47 031	13,4	3,6	3,8
OPCVM obligataires et titres de créances.....	4 740	4 637	- 2,2	0,4	0,4
OPCVM actions.....	2 378	2 686	13,0	0,2	0,2
OPCVM diversifiés.....	1 131	1 231	8,8	0,1	0,1
OPCVM garantis.....	217	326	50,2	0,0	0,0
<i>Autres titres d'OPCVM.....</i>	26 896	26 475	- 1,6		
OPCVM monétaires.....	18 232	18 099	- 0,7	1,6	1,5
Autres titres d'OPCVM.....	8 664	8 376	- 3,3	0,7	0,7
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	3 034	3 437	13,3	0,3	0,3
TOTAL.....	1 162 838	1 222 757	5,2	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82					
Mise à jour le 10 novembre 1995					

L'encours total des *OPCVM* (17,4 % des valeurs de l'enquête) a augmenté de 5,2 % au cours du deuxième trimestre 1995 (– 4,6 % au premier trimestre). En volume, les *obligations*, qui représentaient 66 % des portefeuilles de ce secteur à fin juin 1995, ont progressé de plus de 3 % (+ 4,5 % pour les portefeuilles d'*actions cotées*).

La *structure des portefeuilles des OPCVM* à fin juin 1995 est restée pratiquement inchangée par rapport à celle de la fin de l'année précédente.

2.2. Répartition par groupes de porteurs des valeurs détenues par des agents autres que les établissements de crédit

Les tableaux ci-après indiquent dans quelle proportion chaque catégorie de titres recensés dans l'enquête est détenue par les différents groupes de porteurs, autres que les établissements de crédit.

RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES VALEURS DÉTENUES PAR DES AGENTS AUTRES QUE LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
(en pourcentage)						
	Actions					
	Françaises cotées		Françaises non cotées		Étrangères	
	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995
Ménages.....	23,3	23,1	36,5	31,3	24,5	24,8
Sociétés.....	14,8	14,5	56,9	61,7	31,3	31,1
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	11,3	10,8	1,1	1,2	9,3	9,3
Associations et groupements divers.....	0,6	0,6	0,8	0,7	0,7	0,6
Administrations publiques.....	4,7	4,4	0,0	0,1	0,1	0,1
Non-résidents.....	32,0	32,4	1,7	2,1	6,9	7,1
OPCVM.....	13,4	14,1	3,1	2,8	27,3	27,0
TOTAL (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	Titres d'OPCVM français				Titres d'OPCVM étrangers	
	OPCVM français		dont monétaires			
	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995
Ménages.....	55,6	54,1	43,5	41,7	60,6	59,5
Sociétés.....	18,8	18,6	29,8	30,0	13,5	13,7
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	14,5	15,8	10,3	11,4	10,0	10,0
Associations et groupements divers.....	4,4	4,3	6,6	6,7	0,6	0,7
Administrations publiques.....	1,8	1,8	2,4	2,3	0,0	0,0
Non-résidents.....	0,9	1,0	1,0	1,1	5,9	5,7
OPCVM.....	4,1	4,3	6,3	6,8	9,3	10,4
TOTAL (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82						
Mise à jour le 10 novembre 1995						

RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES VALEURS DÉTENUES PAR DES AGENTS AUTRES QUE LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
	Obligations				TOTAL	
	Françaises		Étrangères			
	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995
Ménages.....	17,9	17,3	4,1	3,7	29,2	28,3
Sociétés.....	6,1	5,8	9,7	10,7	12,9	12,8
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	37,3	38,1	40,6	40,7	24,6	25,4
Associations et groupements divers.....	0,9	0,8	0,3	0,2	1,8	1,7
Administrations publiques.....	1,0	1,0	0,5	0,4	1,9	1,8
Non-résidents.....	11,3	11,0	20,3	20,2	12,6	12,6
OPCVM.....	25,5	26,1	24,5	24,0	16,9	17,4
TOTAL (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82						
					Mise à jour le 10 novembre 1995	

La répartition par groupes de porteurs des valeurs autres que celles détenues par les établissements de crédit s'est légèrement modifiée au cours du premier trimestre 1995.

Les ménages, premiers détenteurs de valeurs mobilières, possédaient à fin juin 1995 28,3 % des portefeuilles, contre 29,2 % à fin mars et 30,3 % à la fin de l'année 1994. Ils devancent les entreprises d'assurance et les caisses de retraite (25,4 %) et les OPCVM (17,4 %).

Les non-résidents arrivent en tête dans cette étude pour la détention des actions françaises cotées (32,4 %, contre 30,0 % à fin mars 1995) ; les ménages occupent la deuxième place (23,1 %).

Les obligations françaises étaient détenues à fin juin 1995 par les entreprises d'assurance et caisses de retraite à hauteur de 38,1 %.

À fin juin 1995, les ménages détenaient toujours plus de la moitié des titres d'OPCVM français (54,1 %), soit 1,5 point de moins toutefois qu'à la fin du trimestre précédent. Les sociétés, avec 18,6 %, arrivaient en deuxième position pour la détention de ces valeurs.

En ce qui concerne la détention des titres d'OPCVM monétaires, on observe que la part relative des ménages a diminué de 1,8 point au profit, pour l'essentiel, de celle des entreprises d'assurance (+ 1,1 point).

2.3. Répartition par groupes de porteurs des obligations d'État autres que celles détenues par les établissements de crédit

Parmi les obligations, les *valeurs d'État* (autres que celles détenues par les établissements de crédit), qui représentent 42,6 % des obligations recensées dans l'enquête à fin juin 1995 ¹, sont détenues essentiellement par les OPCVM (34,6 %), les non-résidents (25,1 %) et les entreprises d'assurance et caisses de retraite (24,9 %).

Les non-résidents, qui avaient fortement réduit leur détention d'OAT au cours de l'année 1994, ont poursuivi semble-t-il leurs désinvestissements au deuxième trimestre 1995 (– 1,7 point), après une relative stabilité au cours des trois premiers mois de l'année. Symétriquement, le taux de détention du secteur OPCVM a progressé de 2,3 points.

RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT AUTRES QUE CELLES DÉTENUES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (a)		
	<i>(en pourcentage)</i>	
	Mars 1995	Juin 1995
Ménages	7,5	7,1
Sociétés.....	5,6	5,2
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	24,4	24,9
Associations et groupements divers.....	0,9	0,8
Administrations publiques.....	2,5	2,3
Non-résidents.....	26,8	25,1
OPCVM.....	32,3	34,6
TOTAL (hors établissements de crédit).....	100,0	100,0
(a) Sous-échantillon		
Réalisation : Banque de France		
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		Mise à jour le 10 novembre 1995

¹ Pour un sous-échantillon représentant lui-même 77,7 % des encours d'obligations

2.4. Répartition par groupes de porteurs des titres d'OPCVM autres que ceux détenus par les établissements de crédit

RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES TITRES D'OPCVM AUTRES QUE CEUX DÉTENUS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
(en pourcentage)						
	OPCVM « maison »					
	monétaires		obligataires et titres de créances		actions	
	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995
Ménages.....	46,7	44,7	79,3	79,0	72,5	68,4
Sociétés.....	30,9	31,4	5,9	5,6	5,8	6,0
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	8,2	9,0	10,3	11,3	17,7	21,8
Associations et groupements divers.....	6,7	6,8	2,5	2,2	1,0	0,8
Administrations publiques.....	1,7	1,6	0,4	0,4	0,7	0,6
Non-résidents.....	1,0	1,1	0,6	0,6	0,8	0,9
OPCVM.....	4,8	5,4	0,9	0,9	1,4	1,5
TOTAL (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

	OPCVM « maison »			
	diversifiés		garantis	
	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995
Ménages.....	43,0	43,2	90,0	89,9
Sociétés.....	16,7	13,6	5,2	4,1
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	34,3	36,8	1,5	2,0
Associations et groupements divers.....	2,2	2,8	0,9	1,1
Administrations publiques.....	1,1	0,9	1,5	1,5
Non-résidents.....	1,0	1,0	0,4	0,7
OPCVM.....	1,7	1,8	0,5	0,7
TOTAL (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

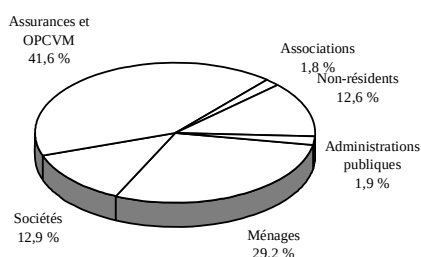
Mise à jour le 10 novembre 1995

RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES TITRES D'OPCVM AUTRES QUE CEUX DÉTENUS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT				
<i>(en pourcentage)</i>				
	OPCVM « non maison »			
	monétaires		autres titres d'OPCVM	
	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995
Ménages.....	11,1	13,5	23,4	23,2
Sociétés.....	18,8	16,7	12,1	11,4
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	31,9	34,3	49,5	49,4
Associations et groupements divers.....	5,5	5,8	2,3	2,4
Administrations publiques.....	10,1	9,3	4,4	5,4
Non-résidents.....	1,1	1,0	1,8	2,0
OPCVM.....	21,6	19,4	6,5	6,2
TOTAL (hors établissements de crédit).....	100,0	100,0	100,0	100,0
	OPCVM étrangers		TOTAL OPCVM	
	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995
Ménages.....	60,6	59,5	55,6	54,2
Sociétés.....	13,5	13,7	18,7	18,5
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	10,0	10,0	14,4	15,7
Associations et groupements divers.....	0,6	0,7	4,3	4,3
Administrations publiques.....	0,0	0,0	1,8	1,8
Non-résidents.....	5,9	5,7	1,0	1,1
OPCVM.....	9,3	10,4	4,2	4,4
TOTAL (hors établissements de crédit).....	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82				
Mise à jour le 10 novembre 1995				

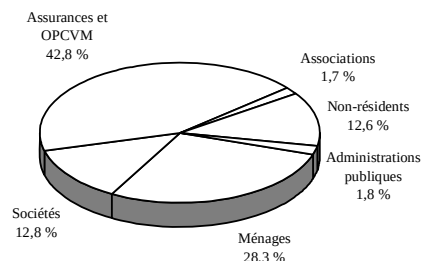
À fin juin 1995, les *ménages* détenaient 54,2 % de l'ensemble des titres d'OPCVM (autres que ceux détenus par les établissements de crédit), contre 55,6 % un trimestre auparavant (44,7 %, contre 46,7 %, pour les OPCVM monétaires maison ¹ et 79,0 %, contre 79,3 %, pour les OPCVM obligataires et titres de créances). Les *sociétés*, au deuxième rang des détenteurs de titres d'OPCVM, possédaient 18,5 % du sous-ensemble analysé, contre 18,7 % à fin mars 1995 (31,4 %, contre 30,9 %, pour les OPCVM monétaires « maison »).

RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES SELON LES GROUPES DE PORTEURS (hors établissements de crédit)

Mars 1995



Juin 1995



Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 10 novembre 1995

¹ Les OPCVM dont l'établissement est gestionnaire

2.5. Compte-titres moyen selon les groupes de porteurs

COMPTE-TITRES MOYEN DES GROUPES DE PORTEURS				
			<i>(en francs)</i>	
	Ménages		Sociétés	
	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995
Actions.....	27 457	28 039	966 508	1 000 908
Obligations	37 790	38 478	643 255	656 443
OPCVM.....	72 816	73 651	1 072 859	1 091 873
TOTAL.....	138 063	140 168	2 682 622	2 749 224
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82				
Mise à jour le 10 novembre 1995				

Au 30 juin 1995, on dénombrait dans l'enquête 14 211 940 *comptes-titres de ménages* (– 0,2 % par rapport à mars 1995 et – 1,5 % environ par rapport à fin juin 1994), dont 2,7 millions de PEA environ (19,2 % du total des comptes-titres).

Dans ce total, le nombre de PEA ouverts par les banques d'affaires et les sociétés de bourse représentait 1 % du total, contre 31 % pour les trois grandes banques et 68 % pour les autres établissements.

Le tableau précédent montre qu'au *deuxième trimestre 1995* le montant du *compte-titres moyen des ménages* a progressé de 1,5 % et qu'il s'élevait à 140 168 francs à fin juin (contre 142 500 francs environ à fin juin 1994) ; à la même date, la valeur du PEA moyen était d'environ 63 000 francs.

Le montant du *compte-titres moyen des sociétés* a augmenté de 2,5 % au deuxième trimestre 1995 (+ 3,6 % pour sa composante actions). Il s'élevait à 2,7 millions de francs à fin juin 1995.

3. Structure du portefeuille des sociétés et des ménages dans les banques d'affaires ¹, les trois grandes banques et dans les autres établissements

Les tableaux ci-après font ressortir certaines particularités dans le comportement des sociétés et des ménages en matière de placements en valeurs mobilières, selon le type d'établissement dépositaire.

3.1. Structure du portefeuille des ménages

Aucune différence de structure importante n'apparaît entre mars 1995 et juin 1995 dans les portefeuilles gérés par les différents groupes. Les titres d'OPCVM sont toujours majoritaires dans le portefeuille des ménages, quel que soit l'établissement dépositaire (entre 47 % et 54 % à fin juin 1995).

Un tiers environ du portefeuille-titres est composé d'actions françaises cotées chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre respectivement 21 % et 11 % chez les trois grandes banques et les « autres établissements ». La part des obligations françaises détenues par les ménages a diminué de 3 % pour le premier groupe.

STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Autres établissements	
	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995
ACTIONS						
Actions françaises cotées.....	33,5	32,8	20,2	20,7	10,9	10,9
Actions françaises non cotées.....	0,4	0,5	0,1	0,1	2,8	2,7
Actions étrangères.....	8,4	8,9	3,3	3,4	1,4	1,4
OBLIGATIONS						
Obligations françaises.....	12,7	9,7	23,6	23,6	30,2	30,7
Obligations étrangères.....	0,8	0,8	0,3	0,4	0,8	0,7
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS						
OPCVM monétaires.....	23,8	24,2	17,2	16,5	20,9	20,4
OPCVM obligataires et titres de créances.....	10,4	9,7	22,5	22,6	19,9	20,0
OPCVM actions.....	5,3	5,5	6,8	6,8	6,1	6,1
OPCVM diversifiés.....	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6
OPCVM garantis.....	0,8	0,8	1,0	1,0	2,7	2,8
AUTRES TITRES D'OPCVM						
OPCVM monétaires.....	0,3	2,0	0,3	0,4	0,6	0,6
Autres titres d'OPCVM.....	0,5	1,6	1,2	1,0	1,9	1,8
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	1,8	2,2	2,1	2,0	0,3	0,3
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82						
Mise à jour le 10 novembre 1995						

¹ Classification par groupes homogènes de la Commission bancaire

3.2. Structure du portefeuille des sociétés

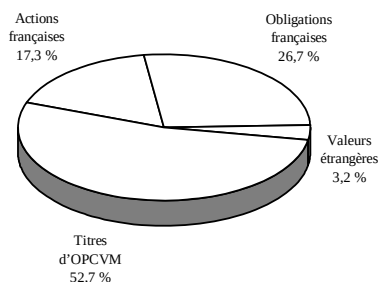
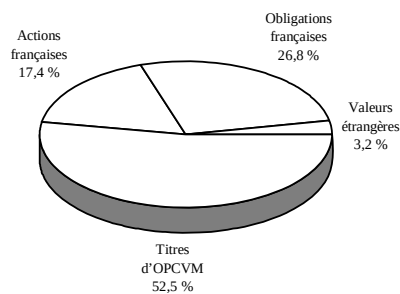
La structure du portefeuille des sociétés pour les trois groupes de gestionnaires considérés s'est légèrement modifiée au cours du premier trimestre 1995.

On observe un fléchissement important, de près de 2 points, de la part des actions françaises cotées chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse. Le transfert s'est opéré au profit des titres d'OPCVM monétaires, pour l'essentiel.

Les actions françaises et étrangères occupent une place importante chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse et chez les trois grandes banques (de l'ordre de 60 % et 41 %).

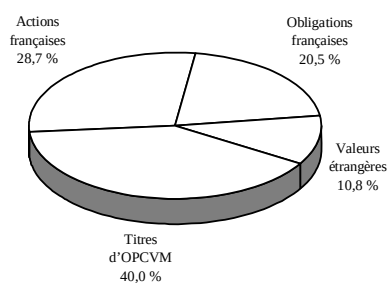
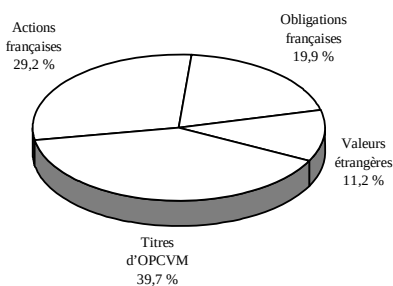
Chez les « autres établissements », les titres d'OPCVM monétaires arrivent en première position (près de 45 %) devant les obligations (près de 33 %).

STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES SOCIÉTÉS EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Autres établissements	
	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995
ACTIONS						
Actions françaises cotées.....	34,1	32,2	25,3	25,2	11,2	11,2
Actions françaises non cotées.....	14,4	15,3	2,5	7,3	1,3	0,8
Actions étrangères.....	12,7	12,6	8,7	8,3	2,3	2,2
OBLIGATIONS						
Obligations françaises.....	21,0	20,2	9,9	7,7	25,3	25,7
Obligations étrangères.....	1,7	2,0	2,2	1,3	5,6	7,0
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS						
OPCVM monétaires.....	9,9	11,1	40,5	40,2	41,3	41,3
OPCVM obligataires et titres de créances.....	1,2	1,2	5,0	4,5	4,4	4,1
OPCVM actions.....	0,7	0,8	1,9	2,1	1,1	1,1
OPCVM diversifiés.....	1,4	1,2	0,9	0,6	1,4	1,2
OPCVM garantis.....	0,0	0,0	0,4	0,5	0,4	0,2
AUTRES TITRES D'OPCVM						
OPCVM monétaires.....	0,2	0,4	1,0	0,9	3,5	3,2
Autres titres d'OPCVM.....	2,4	2,4	1,0	0,7	1,7	1,5
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	0,3	0,4	0,8	0,7	0,4	0,4
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82						
Mise à jour le 10 novembre 1995						

COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES MÉNAGES**Mars 1995****Juin 1995**

Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 10 novembre 1995

COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES SOCIÉTÉS**Mars 1995****Juin 1995**

Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 10 novembre 1995

BULLETIN OFFICIEL

BULLETIN OFFICIEL

Bulletin officiel de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit, de la Commission bancaire

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

Banque de France

Communiqué de la Banque de France, relatif au taux des pensions à 24 heures

– en date du 2 novembre 1995

Sur décision du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France ramène le taux des pensions à 24 heures de 7,0 % à 6,6 % jusqu'à nouvel ordre.

Communiqué de la Banque de France, relatif au taux des prises en pension de 5 à 10 jours

– en date du 9 novembre 1995

À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France a décidé de rétablir les prises en pension de 5 à 10 jours. Le taux de ces opérations est fixé à 6,35 %.

Communiqué de la Banque de France, relatif au taux des prises en pension de 5 à 10 jours et au taux d'appel d'offres

– en date du 16 novembre 1995

Sur décision du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France ramène le taux des prises en pension de 5 à 10 jours de 6,35 % à 6,10 % et le taux d'appel d'offres de 5,0 % à 4,8 %.

Textes divers concernant la monnaie, l'épargne, le crédit et le change

du 1^{er} au 30 novembre 1995

Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 7,25 % avril 2006, 6 % octobre 2025 (Communiqué de la Banque de France)

– en date du 31 octobre 1995

Le jeudi 2 novembre 1995, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux deux tranches désignées ci-après.

Le montant global émis pour ces deux tranches sera compris entre 16 milliards de francs et 18 milliards avec un minimum de 1 milliard par tranche.

1. OAT 7,25 % avril 2006 de 2 000 francs. Jouissance du 25 avril 1995. Coupon annuel : 145 francs payable le 25 avril de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2006.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon ouru du 25 avril 1995 au 27 novembre 1995, soit 85,58 francs par obligation.

2. OAT 6 % octobre 2025 de 2 000 francs. Jouissance du 25 octobre 1995. Coupon annuel : 120 francs payable le 25 octobre de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2025.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1995 au 27 novembre 1995, soit 10,82 francs par obligation.

Pour ces deux tranches, règlement des fonds et cotation le 27 novembre 1995.

Les soumissions seront présentées, soit par télétransmission à l'aide du système Telsat, soit au moyen de fiches déposées au siège de la

Banque de France (2^e étage – bureau A 220), contre remise d'un reçu, au plus tard dix minutes avant le début de la séance.

Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) pourront présenter des offres non compétitives, dans les conditions qui leur ont été indiquées :

- jusqu'au jeudi 2 novembre 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 3 novembre 16 heures pour la seconde tranche de 15 %.

OAT 7,25 % AVRIL 2006			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
99,68	2 000 000 000	2 000 000 000	99,68
99,66	2 000 000 000	4 000 000 000	99,67
99,64	4 450 000 000	8 450 000 000	99,65
99,62	7 110 000 000	15 560 000 000	99,64
99,62	790 000 000	16 350 000 000	99,64
99,60	5 250 000 000	21 600 000 000	99,63
99,58	2 700 000 000	24 300 000 000	99,62
99,56	1 400 000 000	25 700 000 000	99,62
99,54	1 100 000 000	26 800 000 000	99,62
99,52	500 000 000	27 300 000 000	99,61
99,50	700 000 000	28 000 000 000	99,61
99,48	1 000 000 000	29 000 000 000	99,61
99,46	350 000 000	29 350 000 000	99,61
99,42	1 000 000 000	30 350 000 000	99,60
Prix limite retenu : 99,62 % (taux de rendement : 7,29 %) Demandes servies à ce prix limite : 90,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 99,64 % (taux de rendement : 7,29 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 5 octobre 1995	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	17 030	15 560	- 1 470
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	7,55	7,29	- 0,26
– au prix moyen pondéré	7,55	7,29	- 0,26

OAT 6 % OCTOBRE 2025			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
77,90	200 000 000	200 000 000	77,90
77,88	150 000 000	350 000 000	77,89
77,86	400 000 000	750 000 000	77,87
77,84	600 000 000	1 350 000 000	77,86
77,82	150 000 000	1 500 000 000	77,86
77,80	520 000 000	2 020 000 000	77,84
77,80	130 000 000	2 150 000 000	77,84
77,78	200 000 000	2 350 000 000	77,83
77,76	100 000 000	2 450 000 000	77,83
77,70	750 000 000	3 200 000 000	77,80
77,66	50 000 000	3 250 000 000	77,80
77,64	300 000 000	3 550 000 000	77,78
77,50	500 000 000	4 050 000 000	77,75
77,40	500 000 000	4 550 000 000	77,71
Prix limite retenu : 77,80 % (taux de rendement : 7,97 %) Demandes servies à ce prix limite : 80,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 77,84 % (taux de rendement : 7,96 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 7 septembre 1995	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs)	3 500	2 020	- 1 480
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu	8,03	7,97	- 0,06
– au prix moyen pondéré	8,02	7,96	- 0,06

– *Résultat global de l'adjudication
du 3 novembre 1995*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 2 novembre 1995, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 296 millions de francs pour les offres d'avant séance et 2 373 millions de francs

pour les offres consécutives à la séance.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des OAT de même catégorie souscrites par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 17 580 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 20 249 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
	15 560	Avant séance	Après séance	17 874
		225	2 089	
OAT 7,25 % avril 2006	2 020	71	284	2 375
OAT 6 % octobre 2025.....	17 580	2 669		20 249
Total.....				
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67				

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DU 1^{er} NOVEMBRE 1995

– Décret n° 95-1144 du 31 octobre 1995 modifiant le code de la construction et de l'habitation et relatif aux prêts aidés par l'État pour la construction, l'acquisition et l'amélioration des logements en accession à la propriété.

JO DU 9 NOVEMBRE 1995

– Décret n° 95-1186 du 6 novembre 1995 portant suppression du cours légal d'un billet de la Banque de France (50 francs Quentin de La Tour).

– Arrêté du 3 novembre 1995 relatif aux conditions de réduction des demandes d'actions de la Compagnie des machines Bull présentées par les salariés et anciens salariés.

JO DU 16 NOVEMBRE 1995

– Décret n° 95-1216 du 15 novembre 1995 relatif aux attributions du ministre de l'Économie et des Finances.

JO DU 17 NOVEMBRE 1995

– Arrêté du 6 novembre 1995 relatif à la création de bons du Trésor en compte courant à taux fixe et intérêts annuels 5,75 % Mars 1998.

JO DU 25 NOVEMBRE 1995

– Arrêté du 6 novembre 1995 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de septembre 1995.

JO DU 29 NOVEMBRE 1995

– Décret n° 95-1247 du 28 novembre 1995 relatif aux attributions du ministre délégué au Budget, porte-parole du gouvernement.

– Décret n° 95-1248 du 28 novembre 1995 relatif aux attributions du ministre délégué aux Finances et au Commerce extérieur.

JO DU 30 NOVEMBRE 1995

– Loi n° 95-1251 du 28 novembre 1995 relative à l'action de l'État dans les plans de redressement du Crédit lyonnais et du Comptoir des entrepreneurs.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS ET D' ACTIONS AU TROISIÈME TRIMESTRE 1995

Les émissions de valeurs mobilières en francs et en écus par les résidents ont porté sur 177 milliards de francs au troisième trimestre, contre 130 milliards le trimestre précédent.

CLAUDE MEILLER

*Direction des Études et Statistiques monétaires
Pôle Valeurs mobilières*

■ Après avoir enregistré une reprise significative à partir de la fin du mois de mai, l'activité sur les marchés primaires obligataires a marqué un ralentissement sensible en juillet et août, avant de se redresser en septembre.

■ Les émissions brutes d'obligations en francs et en écus (effectuées sur les marchés intérieur et international mais cotées à la Bourse de Paris) réglées au troisième trimestre 1995 ont néanmoins progressé, de 96 milliards de francs à 112 milliards.

■ Nette des amortissements, la collecte globale s'est également accrue, passant de 30 milliards de francs à 60 milliards.

■ Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire émise en francs ou en écus par les résidents atteignait environ 4 100 milliards de francs à fin septembre 1995.

■ Les émissions d'actions ont atteint 79 milliards de francs au troisième trimestre (34 milliards le trimestre précédent).

1. Le marché primaire obligataire

L'étude du marché primaire obligataire retrace pour l'essentiel le financement des résidents en francs et en écus tant sur le marché intérieur que sur le compartiment international (on ne recense que les émissions en eurofrancs ou en euro-écus cotées à la Bourse de Paris, soit la quasi-totalité des opérations effectuées dans ces devises par les principaux émetteurs résidents).

1.1. Les principaux flux d'émissions

La fin du deuxième trimestre 1995, caractérisée par l'amorce d'une détente des taux d'intérêt à court terme en France, avait enregistré une reprise sensible des émissions d'obligations, conjuguée à un retour des investisseurs non résidents sur le marché du franc. Malgré la poursuite du mouvement de baisse des taux, l'activité s'est ralentie, amorçant dès la mi-juillet la traditionnelle pause estivale. La réouverture du marché primaire est intervenue fin août avec le retour des grands émetteurs sur le marché intérieur et la première quinzaine de septembre a connu une reprise significative de l'activité. En fin de période, la réapparition de la tension sur les changes et les taux d'intérêt a de nouveau suscité l'attentisme des émetteurs.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)								
Ventilation par secteur émetteur								
(en milliards de francs)								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
3 ^e trim. 1995	9 mois 1995	9 mois 1994	Année 1994		3 ^e trim. 1995	9 mois 1995	9 mois 1994	Année 1994
				ENSEMBLE DES ÉMISSIONS (FRANCS + ÉCUS)				
77,2	207,2	188,5	261,5	État	56,8	158,5	124,2	195,1
20,8	50,8	87,2	114,2	Établissements de crédit et assimilés	- 1,7	-11,3	5,9	16,1
10,0	33,0	52,5	58,9	Sociétés non financières	4,6	15,4	19,2	18,0
—	—	24,6	25,4	Autres émetteurs résidents	- 1,3	- 3,2	21,5	19,5
108,1	291,3	352,9	460,0	Ensemble des résidents	58,4	159,5	170,8	248,8
105,2	284,6	296,7	398,4	dont émissions intérieures des résidents	63,1	173,6	130,3	204,2
2,9	6,7	56,1	61,6	dont émissions internationales des résidents	- 4,7	- 14,1	40,4	44,5
3,7	36,0	60,8	83,7	Non-résidents	1,4	17,5	50,1	71,5
111,8	327,4	413,7	543,8	TOTAL	59,8	177,0	220,8	320,3
105,2	290,7	301,7	403,4	dont émissions intérieures	63,1	178,4	134,0	207,9
6,6	36,7	112,0	140,3	dont émissions internationales	- 3,3	- 1,4	86,8	112,4
(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs émis sur le marché intérieur et le marché international. Ces émissions, cotées à la Bourse de Paris, ont généralement donné lieu à un visa de la COB.								
Source et réalisation : Banque de France DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09								
Mise à jour le 4 décembre 1995								

Globalement, les *émissions brutes réglées au cours du troisième trimestre* se sont élevées à 112 milliards de francs (96 milliards le trimestre précédent). L'essentiel (87 %) de ces émissions a été effectué en francs sur le marché intérieur et 7 % l'ont été en écus, le solde ayant été constitué d'émissions en eurofrancs. *Nette des amortissements*, la collecte globale s'est élevée à 60 milliards de francs, en hausse de 30 milliards sur celle du trimestre précédent.

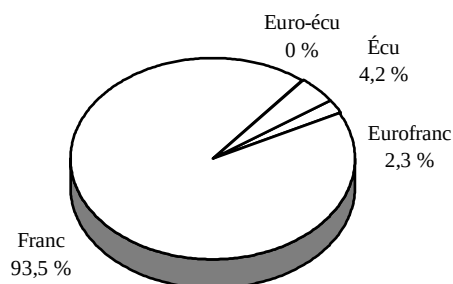
1.2. L'activité des émetteurs résidents

Si l'on considère les opérations effectuées par les seuls émetteurs résidents, la collecte brute globale est passée de 88 milliards de francs à 108 milliards d'un trimestre à l'autre. Nette des amortissements, elle a été de 58 milliards de francs au troisième trimestre 1995 (34 milliards le trimestre précédent).

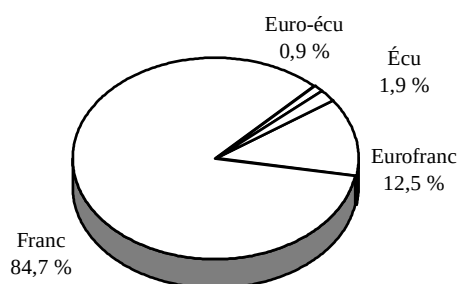
Au terme des neuf premiers mois, la *collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents* s'est élevée à 291 milliards de francs, en fléchissement sensible par rapport à celle de la période correspondante de 1994 (353 milliards de francs), qui recensait l'emprunt de 22 milliards de francs émis par l'Union nationale interprofessionnelle pour l'emploi dans l'industrie et le commerce (UNEDIC) et d'importantes émissions des établissements de crédit.

ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

9 mois 1995

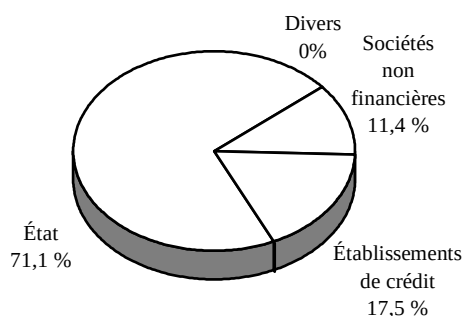


Année 1994

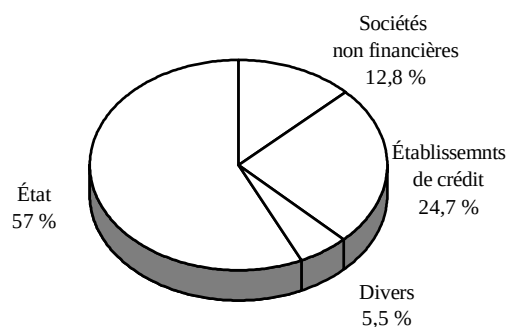


ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

9 mois 1995



Année 1994



Source et réalisation : Banque de France
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09

Mise à jour le 4 décembre 1995

Globalement, les résidents ont pratiquement cessé de faire appel au compartiment international (seulement 2 % du montant de leurs emprunts en 1995, contre plus de 13 % pour l'ensemble de l'année 1994). La proportion des émissions libellées en écus a légèrement progressé, passant de 3 % à 4 % d'une période à l'autre.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a) Ventilation par marché

(en milliards de francs)

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
3 ^e trim. 1995	9 mois 1995	9 mois 1994	Année 1994		3 ^e trim. 1995	9 mois 1995	9 mois 1994	Année 1994
				MARCHÉ INTÉRIEUR				
77.2	207.2	188.5	261,5	État	56.8	158.5	124.2	195,1
20.4	48.4	44.9	67,9	Établissements de crédit et assimilés	- 5.5	6.7	- 23.5	- 16,0
7.5	29.0	39.5	44,4	Sociétés non financières	2.1	11.6	8.7	6,1
-	-	23.8	24,6	Autres émetteurs résidents	- 1,3	- 3.2	21.0	19,0
105.2	284.6	296.7	398,4	Ensemble des résidents	63.1	173.6	130.3	204,2
-	6.0	5.0	5,0	Non-résidents	-	4,8	3.7	3,7
105.2	290.7	301.7	403,4	TOTAL	63.1	178.4	134.0	207,9
7.7	12.2	6.9	8,7	dont émissions en écus (b)	7.7	12.2	4.8	6,5
				MARCHÉ INTERNATIONAL				
-	-	-	-	État	-	-	-	-
0.4	2.4	42.3	46,3	Établissements de crédit et assimilés	- 7,2	- 18.0	29.4	32,1
2.5	4.3	13.0	14,4	Sociétés non financières	2.5	3.8	10.5	11,9
-	-	0.8	0,8	Autres émetteurs résidents	-	-	0.5	0,5
2.9	6.7	56.1	61,6	Ensemble des résidents	- 4.7	- 14.1	40.4	44,5
3.7	30.0	55.8	78,7	Non-résidents	1.4	12.7	46.4	67,9
6.6	36.7	112.0	140,3	TOTAL	- 3.3	- 1.4	86.8	112.4
-	-	5,0	5,0	dont émissions en écus	- 2,5	- 9.3	- 2,5	- 4,3
-	-	4,3	4,3	dont émissions en écus des résidents	- 2.5	- 5.2	1,4	-

(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs cotés à la Bourse de Paris (ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB)

(b) Seul l'État a émis en écus sur le marché intérieur depuis le mois de juillet 1989.

Source et réalisation : Banque de France
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09

Mise à jour le 4 décembre 1995

D'un trimestre à l'autre, les émissions brutes de l'État ont progressé de 12 milliards de francs, pour atteindre 77 milliards de francs.

La quasi-totalité des fonds a été levée en francs sur quatre lignes d'OAT, respectivement à 7 ans (4,7 milliards de francs sur la ligne 8,50 % novembre 2002), à 10 ans (50 milliards sur la ligne 7,75 % octobre 2005 créée en avril 1995 ¹), à 13 ans (7,8 milliards sur la ligne 8,50 % octobre 2008) et à 30 ans (4,6 milliards sur la ligne 6 % octobre 2025). Le taux de rendement (au règlement) de l'OAT à 10 ans a enregistré une baisse significative en août, puis s'est stabilisé à 7,35 % en septembre, affichant à cette date une diminution de 13 points de base par rapport à l'adjudication du mois de juin 1995.

¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques ont atteint 4,1 milliards de francs.

Le complément provient du règlement de deux adjudications d'OAT en écus ¹ réalisées les 12 juillet et 13 septembre 1995 et qui portaient sur une nouvelle ligne 7,50 % avril 2005 créée en juillet 1995. Le montant nominal émis s'est élevé à 1,2 milliard d'écus, soit environ 7,8 milliards de francs. Le taux de rendement (au règlement) est ressorti à 7,80 % puis à 7,55 %, contre 8,71 % en mars 1995.

Les remboursements d'emprunts effectués au troisième trimestre 1995 ayant atteint environ 20 milliards de francs, la collecte nette de l'État s'est établie à 57 milliards (contre 39 milliards le trimestre précédent). La part de l'État a représenté plus de 70 % de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée en 1995 auprès des résidents sur l'ensemble des compartiments (à hauteur de 98 % sur le marché intérieur), contre 57 % en 1994.

La collecte brute des *autres émetteurs résidents*, réalisée entièrement en francs et en quasi-totalité sur le marché intérieur ², a progressé de 8 milliards de francs d'un trimestre à l'autre pour s'établir à 31 milliards environ (dont moins de 3 milliards émis sur le compartiment international).

Les *établissements de crédit* ont recueilli 21 milliards de francs (soit les deux tiers de ces fonds). Les *banques* ont levé 6 milliards de francs (5 milliards le trimestre précédent) et les *institutions financières spécialisées* ont de nouveau collecté 9 milliards de francs. Les *sociétés financières et les caisses d'épargne*, qui n'avaient pas émis le trimestre précédent, ont respectivement levé 3 milliards de francs et 2 milliards. Nette des amortissements, la collecte des établissements de crédit est restée négative à hauteur de 1 milliard de francs (après un déficit de 11 milliards au deuxième trimestre).

Les *sociétés non financières* ont réduit, d'un trimestre à l'autre, leur appel au marché (10 milliards de francs, contre 13 milliards le trimestre précédent). Les *grandes entreprises nationales* ont de nouveau collecté 5 milliards de francs et les *autres sociétés non financières* ont également levé 5 milliards de francs, dont la moitié sur le marché de l'eurofranc. Nettes des amortissements, les émissions des sociétés non financières ont enregistré un excédent de 5 milliards de francs, en diminution de 2 milliards d'un trimestre à l'autre.

1.3. Les principaux événements intervenus au cours du troisième trimestre 1995

En début de période, le Trésor a annoncé une révision de son programme de financement. En raison de la diminution des recettes de privatisation (estimées à 40 milliards de francs, au lieu de 55 milliards prévus précédemment), l'objectif total des émissions a été porté de 470 milliards de francs à 495 milliards, dont 260 milliards d'OAT.

À l'occasion de la privatisation de la société Usinor Sacilor ³, un peu moins de 7 millions de titres de l'emprunt d'État 6 % juillet 1997, correspondant à 670 millions de francs environ, ont été annulés fin juillet dans le cadre de la procédure spéciale de règlement lors des opérations de cession de titres du secteur public ⁴. L'encours nominal des titres de l'emprunt d'État restant en circulation après cette septième offre publique de vente s'élevait à un peu moins de 101 milliards de francs.

¹ En ce qui concerne son programme indicatif de financement en écus pour 1995, la direction du Trésor a privilégié, comme en 1994, un objectif de régularité (contrairement aux objectifs quantitatifs définis les années précédentes). Ainsi, l'État devrait procéder, dans la mesure du possible, à des adjudications de BTAN ou d'OAT en écus tous les deux mois (le deuxième mercredi du mois concerné) et pour un montant minimum de 100 millions d'écus.

² En raison de l'interdiction — renouvelée en fin d'année par le Trésor — faite aux émetteurs français de solliciter le compartiment de l'eurofranc s'ils ne peuvent justifier du placement de 50 % au moins des titres auprès d'investisseurs non résidents et du manque d'intérêt de ces derniers pour les titres à long terme libellés en francs, la quasi-totalité des émissions des résidents a été effectuée sur le marché intérieur.

³ L'offre publique de vente, intervenue du 27 juin au 4 juillet 1995, portait sur 34,9 millions d'actions (au prix unitaire de 86 francs) pour un montant de 3 milliards de francs. Cette offre a été majorée de 12,9 millions d'actions prélevées sur la tranche du placement garanti.

⁴ Les ordres de souscriptions d'actions par remise en paiement de titres de cet emprunt donnent accès à un droit de priorité de second rang. Ainsi, une fois servis les ordres prioritaires, l'attribution des actions restantes se fait d'abord au profit des porteurs de titres de cet emprunt « convertible ».

1.4. Les encours à fin septembre 1995

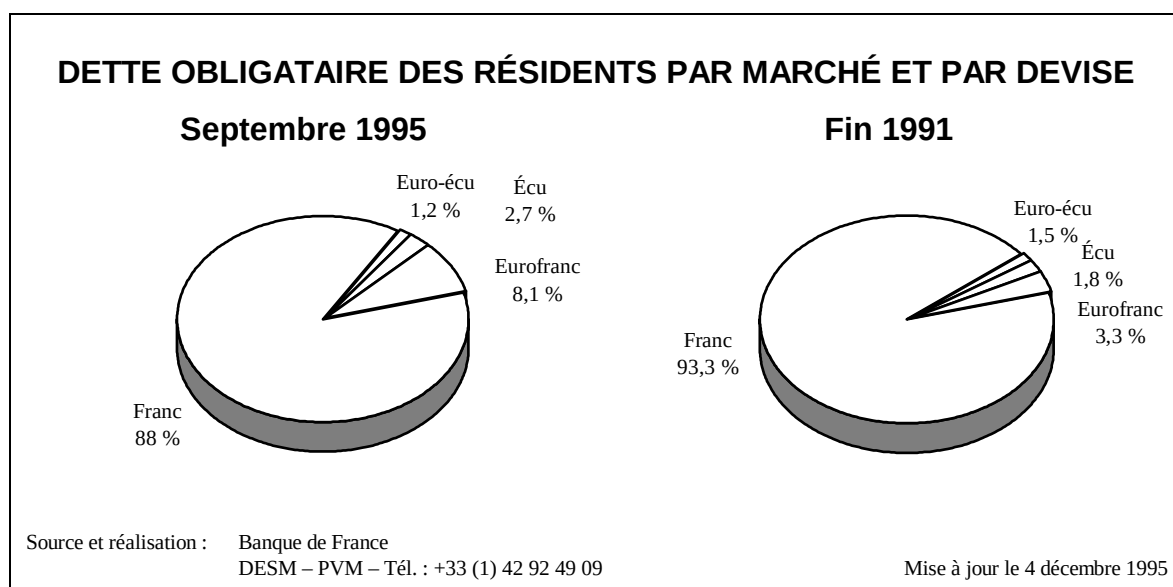
DETTE OBLIGATAIRE EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)					
(en valeur nominale et en milliards de francs)					
	Fin 1991	Fin 1992	Fin 1993	Déc. 1994	Sept. 1995
DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR					
– par les résidents	2 699	2 893	3 218	3 417	3 584
– par les non-résidents	31	31	30	34	38
DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR					
– par les résidents	53	69	85	97	110
– par les non-résidents	1	1	1	1	1
DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL					
– par les résidents	97	172	292	337	328
– par les non-résidents	70	111	186	258	285
DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL					
– par les résidents	44	55	53	53	48
– par les non-résidents	12	12	12	8	4
TOTAL	3 008	3 346	3 877	4 205	4 388
– dont dette émise par les résidents	2 893	3 190	3 647	3 904	4 070
– dont dette émise par les non-résidents	115	156	230	301	319

(a) Obligations (y compris Codevi) + titres participatifs émis sur le marché intérieur et le marché international, cotées à la Bourse de Paris. Contrevalleur de 7 francs pour 1 écu jusqu'en septembre 1992, puis 6,65 francs à partir de cette date.

Source et réalisation : Banque de France
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09

Mise à jour le 4 décembre 1995

Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire émise en francs ou en écus par les résidents atteignait 4 100 milliards de francs à fin septembre 1995 (moins de 2 900 milliards à fin 1991). La ventilation de cet encours par marché et par devise reflète la progression entre ces deux dates de la part émise sur le marché international (passée de moins de 5 % à plus de 9 %) ainsi que le faible accroissement relatif de la dette libellée en écus, qui représentait un peu moins de 4 % de l'encours global à fin septembre 1995, contre 3,3 % auparavant.



2. Le marché des actions ¹

Les émissions d'actions réglées en numéraire sont passées de 34 milliards de francs à 79 milliards d'un trimestre à l'autre.

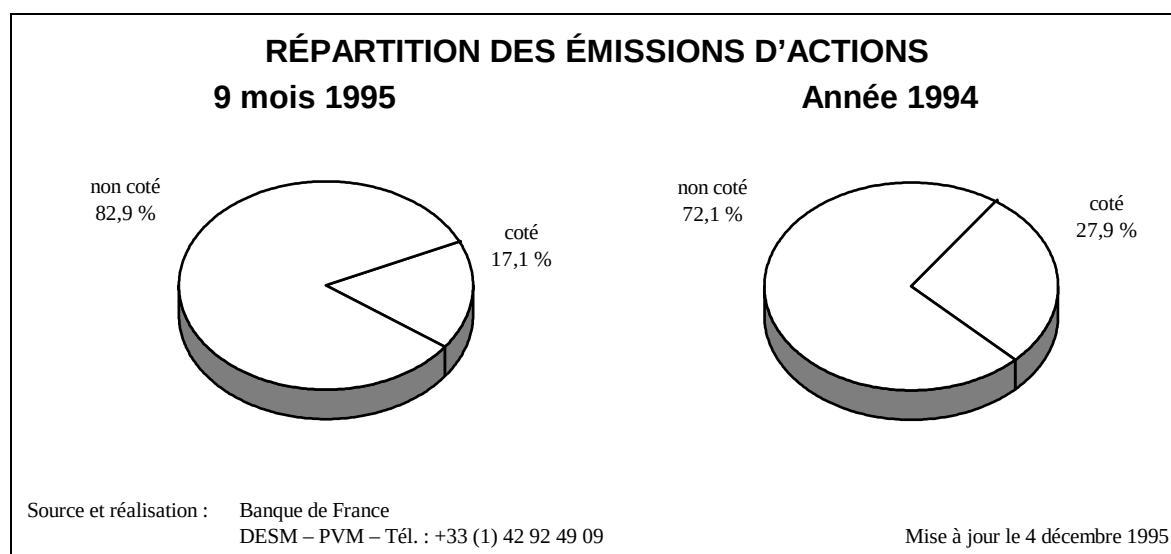
Au terme des neuf premiers mois, leur montant (186 milliards de francs) a fléchi de 21 milliards d'une année à l'autre. Les émissions de titres cotés ont, pour leur part, très fortement diminué. Elles ont atteint 32 milliards de francs en 1995, soit 17 % du montant total des émissions, contre 28 % pour l'ensemble de l'année 1994.

ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT					
	(en milliards de francs)				
	2 ^e trim. 1995	3 ^e trim. 1995	9 mois 1995	9 mois 1994	Année 1994
ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (HORS PTT)	—	—	0,1	—	0,1
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS	4,7	5,2	13,0	28,9	30,2
dont banques	2,4	3,2	8,2	17,9	18,6
SOCIÉTÉS ET QUASI-SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES...	29,2	73,1	169,6	171,5	228,2
— GEN (y compris PTT)	—	15,8	23,4	—	—
— autres sociétés	29,2	57,3	146,2	171,5	228,2
COMPAGNIES D'ASSURANCE	0,5	0,9	3,6	6,7	9,1
NON-RÉSIDENTS	—	—	—	—	—
TOTAL ÉMIS (a)	34,4	79,3	186,3	207,2	267,6
dont émissions de titres cotés (b)	3,3	22,5	31,9	66,6	74,6
dont émissions avec appel public à l'épargne (c)	2,5	22,5	35,7	69,5	77,2

(a) Y compris la part donnant lieu à un placement international ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société-mère et sa filiale
 (b) Cote officielle et second marché
 (c) Émissions des sociétés cotées, cf. (b) et des sociétés inscrites au hors-cote ou non cotées qui ont donné lieu à visa de la COB

Source : Crédit lyonnais
 Réalisation : Banque de France
 DESM – PVM – Tél. : + 33 (1) 42 92 49 09

Mise à jour le 4 décembre 1995



¹ Les données postérieures au mois de mars 1995 sont élaborées conjointement par la Banque de France et la Société des bourses françaises.

LES INDICATEURS CONJONCTURELS DE LA BANQUE DE FRANCE ET LES TENSIONS INFLATIONNISTES

Pour connaître précisément l'évolution économique et financière, la Banque de France dispose, à côté des statistiques monétaires traditionnelles, d'un ensemble d'informations conjoncturelles collectées notamment par le réseau de ses comptoirs.

Parmi ces informations, certaines peuvent être particulièrement utiles pour détecter ou prévoir d'éventuelles tensions inflationnistes.

Il en est ainsi de deux grandes catégories de données : celles qui ont trait aux différents prix observés au cours du processus de production, comme l'indice des prix des matières premières ou l'opinion des industriels sur l'évolution de leurs prix de vente ; celles qui sont destinées à mesurer les tensions affectant l'appareil productif, comme les taux ou la durée d'utilisation des équipements.

LAURENT CLERC
Direction de la Conjoncture

■ L'objet de cette étude est de déterminer dans quelle mesure ces différentes informations sont mobilisables pour un tel objectif.

■ Elle met, en particulier, en évidence le *rôle non négligeable que peuvent jouer des données comme les prix des matières premières importées ou l'opinion sur les prix de ventes industriels*. Toutefois, et pour autant qu'on puisse en juger à l'issue de cette première approche, *l'information qu'elles contiennent apparaît essentiellement qualitative*. Une des raisons, qui pourrait expliquer la difficulté à estimer des relations structurelles entre les prix en amont de la première commercialisation et les prix de détail, serait peut-être liée au processus de désinflation à l'œuvre en France depuis le milieu des années quatre-vingt.

■ Cette étude montre, en outre, qu'à partir d'une modélisation simple des capacités de production, et compte tenu de certaines hypothèses relatives à l'accumulation du capital productif et à l'évolution de la production industrielle, il est possible d'anticiper l'évolution des taux d'utilisation et d'en mesurer l'impact inflationniste. À titre d'illustration, et par rapport au compte central, *une progression de 4 points du taux d'utilisation des capacités en 1994, suivie d'une nouvelle hausse de 2 points en 1995 se traduiraient, toutes choses égales par ailleurs, par une croissance supplémentaire de 0,2 point en 1994 et 0,3 point en 1995 du déflateur de la consommation des ménages, en moyenne annuelle*.

Depuis la réforme de son statut, la Banque de France a reçu expressément pour mission, au titre de l'article premier de la loi du 4 août 1993, de « définir et mettre en œuvre la politique monétaire dans le but d'assurer la stabilité des prix ».

Cet objectif est poursuivi à travers deux objectifs intermédiaires : la stabilité externe du franc, dans le cadre du Système monétaire européen, et, au plan interne, la progression d'un agrégat de masse monétaire compatible avec une croissance non inflationniste de l'économie.

À l'instar d'autres grandes nations industrialisées, comme l'Allemagne notamment, les agrégats monétaires, M3 principalement, ont enregistré en 1993 des évolutions contrastées qui en rendaient parfois l'interprétation difficile. Ainsi, en France, les placements à terme rémunérés à taux de marché sont devenus moins attractifs en raison d'une moindre inversion de la courbe des taux, conjuguée à des facteurs discrétionnaires (modification de la fiscalité de l'épargne défavorable aux OPCVM court terme ou encore lancement d'un grand emprunt d'État). Ces deux événements sont à l'origine d'importants phénomènes de substitution qui ont affecté l'évolution de M3, agrégat support de la politique monétaire. Celle-ci devenait même négative à partir du milieu de l'année 1993 alors que, dans le même temps, on observait un rythme de croissance assez soutenu (4 %) des financements de l'économie, mesuré par l'endettement intérieur total (EIT).

Outre les statistiques monétaires, la Banque de France suit, grâce à un système d'enquêtes de conjoncture particulièrement développé, de nombreux autres indicateurs, aptes à lui fournir des informations sur l'apparition d'éventuelles pressions inflationnistes.

Ces informations peuvent être regroupées en deux grandes catégories :

- la première a trait aux données relatives à l'évolution des prix, qu'elle soit mesurée directement à l'aide d'un indice, comme l'indice des prix des matières premières importées élaboré par la direction de la Conjoncture de la Banque de France, ou indirectement à l'aide de l'opinion des industriels sur l'évolution de leurs prix de vente, collectée chaque mois, et disponible par grands secteurs d'activité, lors de l'enquête mensuelle de conjoncture ;

- la seconde se rapporte aux statistiques relatives à l'utilisation des facteurs de production, mesurée chaque mois par le taux d'utilisation des capacités de production, ou chaque année par l'évolution de la durée d'utilisation des équipements productifs.

Ces différentes informations conjoncturelles constituent-elles pour autant de bons indicateurs précurseurs des tensions inflationnistes ?

1. Si les informations relatives à l'évolution des prix, tant des matières premières que des prix de production, semblent constituer de bons indicateurs qualitatifs des tensions, le passage à un nouveau régime d'inflation en France au milieu des années quatre-vingt rend leur utilisation directe délicate pour la prévision

La Banque de France collecte un certain nombre d'informations qui lui permettent un suivi relativement fin de l'évolution et de la formation des prix tout au long du cycle de production. Elles ont ainsi vocation à constituer des indicateurs privilégiés des tensions inflationnistes. Qu'en est-il vraiment ?

1.1. L'indice des prix des matières premières importées : indicateur quantitatif ou qualitatif ?

L'évolution erratique du cours des matières premières, caractérisée par d'amples fluctuations, a attiré, à la fin des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt, l'attention des autorités monétaires. Des travaux, menés notamment sous l'égide du Fonds monétaire international [1988]¹, ont ainsi démontré qu'elle constituait un des facteurs importants à l'origine des pressions sur les prix dans les pays industrialisés. Les prix des matières premières pouvaient même servir d'indicateurs avancés des tendances générales affectant l'évolution des prix à la consommation.

Dans ce cas, cette influence peut prendre une importance particulière dans la conduite des politiques monétaires puisque chaque dépréciation peut avoir, pour effet direct, une hausse des cours exprimés en francs et un impact inflationniste sur le niveau général des prix.

En outre, l'évolution de ces cours semble avant tout déterminée par des facteurs liés à la demande des pays industriels, même si les effets d'offre constituent encore autant d'éléments explicatifs importants de leurs tendances récentes (cf. C. Reinhart [1994 a, 1994 b]). Ces prix sont donc particulièrement sensibles à l'activité économique mondiale et, de fait, indicateurs de tensions, notamment lorsque les stocks des pays industriels sont peu élevés et leurs capacités de production en faible croissance.

Au plan théorique, des travaux s'inspirant du modèle de surajustement de R. Dornbush [1976], comme ceux de J.A. Frenkel et C. Rodriguez [1982] ou J.M. Boughton et W.H. Branson [1991], montrent comment s'opèrent les mécanismes de transmission des prix des matières premières aux prix de détail, que celles-ci soient considérées comme des produits finaux (principalement alimentaires) ou comme intrants industriels. L'essentiel des résultats obtenus découle des hypothèses retenues quant au mode même de fixation des cours : on pose que ces derniers sont, en effet, déterminés sur des marchés d'enchères alors que les prix des produits industriels sont plutôt fixés par les vendeurs et s'ajustent donc plus graduellement. *La réaction des prix des matières premières est donc instantanée aux informations relatives à l'inflation future et susceptible d'anticiper les ajustements des prix des produits industriels.*

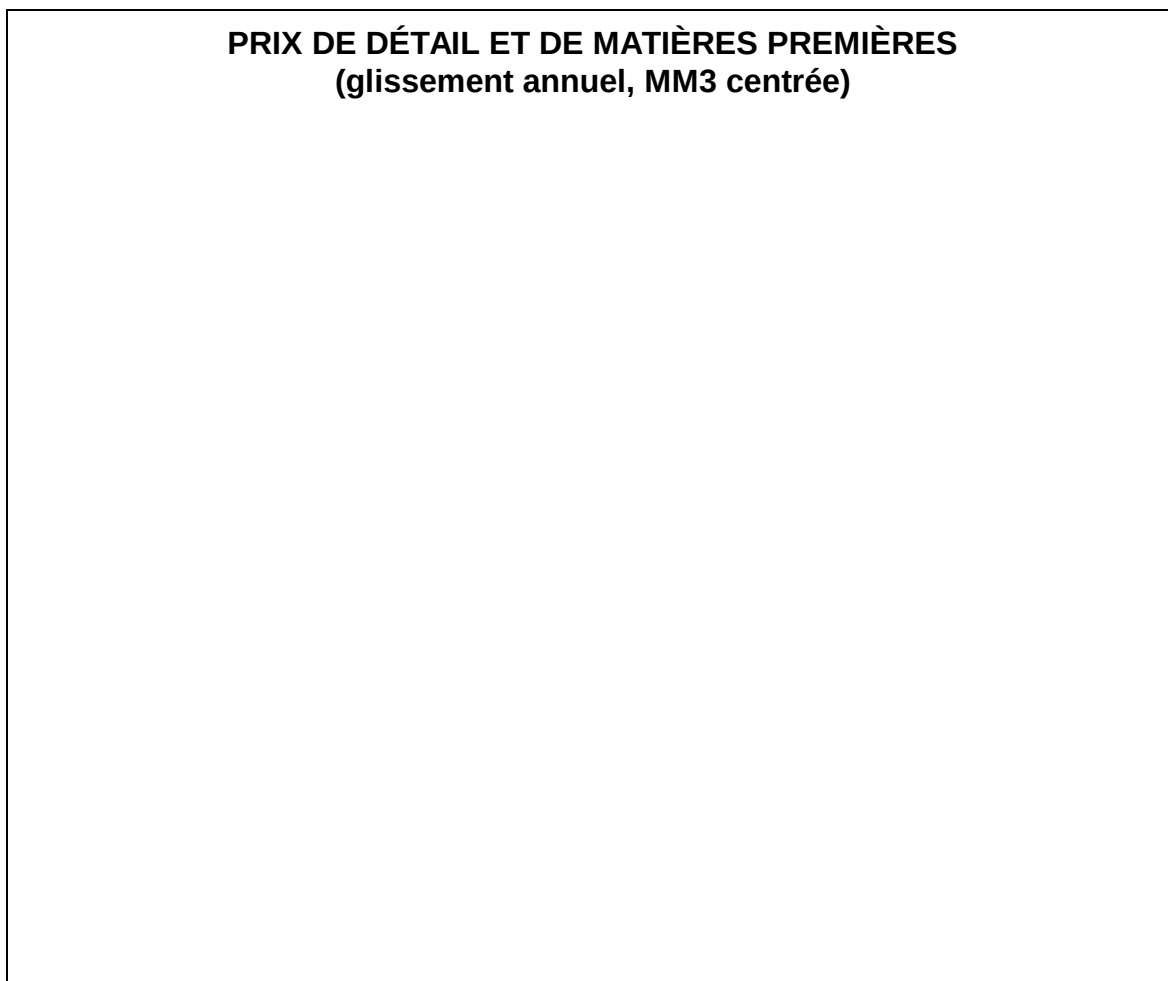
Les différents modèles, de type IS-LM, conduisent aux conclusions suivantes : dans le cas d'un accroissement non anticipé de l'offre de monnaie, les prix des matières premières surréagissent et anticipent les prix des produits industriels, et par conséquent les prix à la consommation ; lorsque les perturbations sont réelles, la relation s'obscurcit : ainsi, lors d'un choc d'offre sans accommodation monétaire, les prix des matières premières anticipent toujours ceux des produits industriels, mais leurs évolutions sont opposées et l'impact final sur l'indice des prix à la consommation incertain.

Depuis 1980, la Banque de France établit quotidiennement des indices de prix des matières premières exprimés en francs. *Les produits retenus sont constitués des matières premières pour lesquelles la France est importateur net* (cf. annexe 1 pour le calcul des indices et leurs pondérations). Ces indices, rénovés en 1985, ont été rétopolés par régressions linéaires de façon à fournir des séries complètes sur la période 1980-1995.

L'évolution de l'indice de la Banque de France, en glissement annuel (MM3 centrée), comparée à celle de l'indice des prix à la consommation montre que si le profil cyclique des deux séries apparaît globalement identique, l'amplitude des mouvements semble par contre très différente. D'emblée, on peut émettre l'hypothèse que la relation sera vraisemblablement plutôt qualitative que quantitative.

¹ Cf. bibliographie à la fin de l'étude

Graphique 1



Cette première impression trouve une seconde justification dans le fait que le poids des matières premières importées, exprimé en pourcentage du PIB, s'est sensiblement réduit au cours des dernières années et n'en représente plus, en 1992, que 0,6 %. Toutes choses égales par ailleurs, une hausse de 10 % de l'indice des prix des matières premières ne produit donc qu'un impact inflationniste limité de 0,06 point sur le prix du PIB.

1.1.1. L'indice des prix des matières premières anticipe l'indice des prix à la consommation...

On a, à partir du graphique ci-dessus, déterminé très schématiquement le profil cyclique de l'indice des prix à la consommation au cours de la dernière décennie. Une fois repérés, les principaux points de retournement ont été reportés sur la courbe représentative des évolutions de l'indice des prix des matières premières importées (cf. graphiques 2a et 2b).

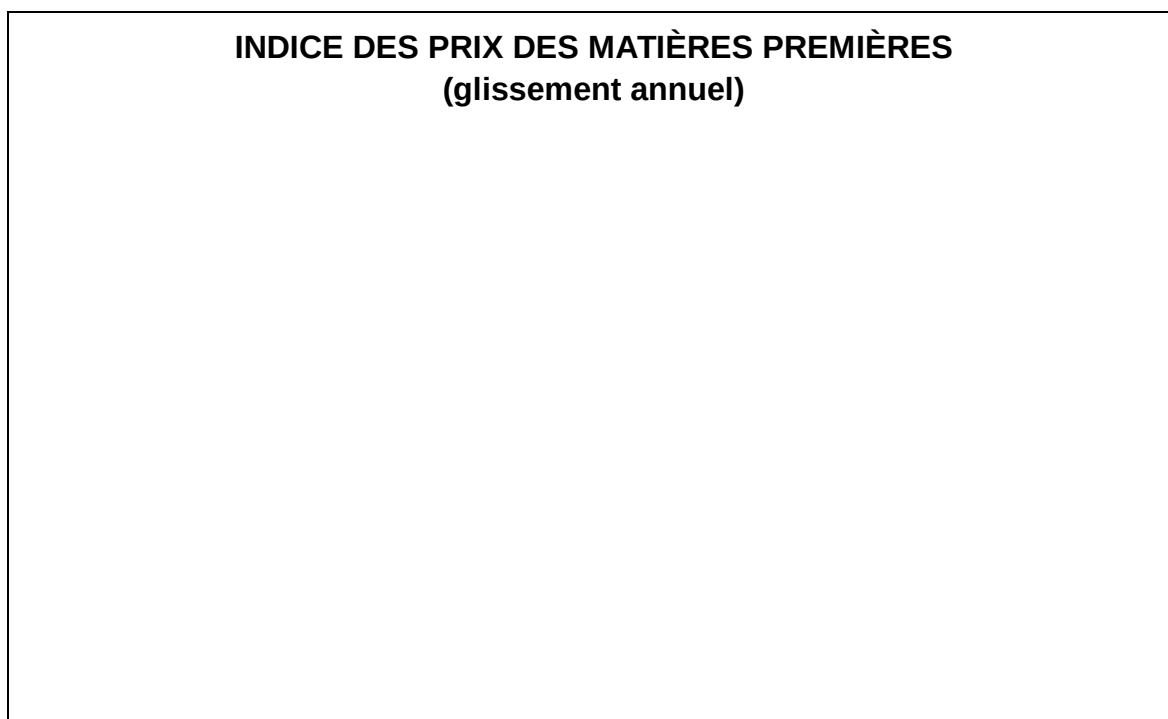
On s'aperçoit ainsi que, de façon quasi systématique, les fluctuations de l'indice des prix des matières premières anticipent, tant à la hausse qu'à la baisse, celles de l'indice des prix à la consommation. Les délais sont exprimés en mois, précédés d'un signe négatif — les prix des matières premières anticipant le mouvement des prix à la consommation (IPC).

Points de retournement de l'IPC	Pic (p) – Creux (c)	Délai en mois
1981-11.....	p	-3
1982-01.....	c	-2
1982-03.....	p	-1
1982-10.....	c	-5
1982-12.....	p	-1
1983-06.....	c	-3
1983-10.....	p	-2
1985-02.....	c	-1
1985-04.....	p	-1
1986-08.....	c	-5
1987-04.....	p	-5
1988-02.....	c	-5
1989-05.....	p	-4
1990-07.....	c	-6
1991-07.....	p	0
1992-11.....	c	-3
1993-09.....	p	-1
1994-03.....	c	-3
1994-06.....	p	0
1994-11.....	c	-4
Délai moyen.....	–	-2,75
Écart-type.....	–	1,8

Graphique 2a



Graphique 2b



Sur la période 1980-1994, l'indice des prix des matières premières anticipe en moyenne d'environ trois mois l'évolution de l'indice des prix à la consommation. L'écart-type est cependant élevé et proche de deux mois. L'autre information que l'on tire de cette première approche est, qu'en moyenne, le cours des matières premières anticipe les creux avec une avance plus grande (environ quatre mois) que les pics (seulement deux mois).

1.1.2. ...mais la relation est avant tout d'ordre qualitatif

On peut donc chercher à préciser la nature de la liaison entre les deux séries, en mettant en évidence l'existence d'une relation économétrique stable de longue période.

Une façon naturelle d'aborder cette étude est de vérifier que l'ordre d'intégration des séries est identique. Des tests de Dickey et Fuller augmenté ont été effectués sur les taux de croissance mensuels des séries.

Statistiques de Student

VARIABLE TAUX DE CROISSANCE DES PRIX, DIFFÉRENCIÉ UNE FOIS (Y_t)			
Statistique de Student de ...	...(1 - ρ)	... α	... β
Présence d'une tendance $dY_t = \alpha + \beta.t + (1 - \rho).Y_t - 1 + \varepsilon_t$	-7,92 -3,45	-0,99 2,54	0,6
Présence d'une constante $dY_t = \alpha + (1 - \rho).Y_t - 1 + \varepsilon_t$	-7,92 -2,89	-0,93	—
Présence d'une racine unité $dY_t = \alpha + (1 - \rho).Y_t - 1 + \varepsilon_t$	-7,87 -1,95	—	—
<i>En gras, les seuils critiques tabulés par Dickey et Fuller au seuil de 5 % pour 100 observations. Au vu de ces résultats, on retient successivement $H_0: \rho < 1, \beta = 0$; $H_0: \rho < 1, \alpha = 0$ et enfin $H_0: \rho < 1$.</i>			

VARIABLE TAUX DE CROISSANCE DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES (Y_t)			
Statistique de Student de ...	... $(1-\rho)$	... α	... β
Présence d'une tendance $dY_t = \alpha + \beta.t + (1-\rho).Y_{t-1} + \varepsilon_t$	-3,89 -3,45	1,56 2,54	0,87
présence d'une constante $dY_t = \alpha + (1-\rho).Y_{t-1} + \varepsilon_t$	-3,80 -2,89	1,42	----
présence d'une racine unité $dY_t = \alpha + (1-\rho).Y_{t-1} + \varepsilon_t$	-3,52 -1,95	----	----
En gras, les seuils critiques tabulés par Dickey et Fuller au seuil de 5 % pour 25 observations. Au vu de ces résultats, on retient successivement $H_0: \rho < 1, \beta=0$; $H_0: \rho < 1, \alpha=0$ et enfin $H_0: \rho < 1$.			

Il apparaît toutefois, au vu de ces résultats, que l'ordre d'intégration des séries diffère. Selon ces tests, on pourrait accepter l'hypothèse que le taux de croissance des prix à la consommation serait intégré d'ordre 1 (et donc que l'indice lui-même serait I [2]) alors que le taux de croissance de l'indice des prix des matières premières serait stationnaire (et donc l'indice lui-même I [1]). Les deux indices ne seraient donc pas co-intégrés, autrement dit on n'observerait pas de relation de long terme entre ces deux variables.

Il est cependant possible de contourner ce premier écueil en testant l'existence d'une relation de court terme entre prix des matières premières et prix à la consommation, tout en ignorant la contrainte de long terme.

Cette étude a été poursuivie en effectuant des tests de causalité au sens de Granger. Ces tests ont été effectués sur les logarithmes, différenciés une première fois, des séries d'indices de prix, et pour lesquels on a considéré dans un second temps, le glissement annuel afin de réduire les perturbations saisonnières susceptibles d'affecter les deux indices, soit, *in fine*, les transformations suivantes :

$$\dot{P}_t = (x_t - x_{t-1}) - (x_{t-12} - x_{t-13}), x_t = \log(p_t), p \text{ l'indice des prix à la consommation, et}$$

$$MP_t = (y_t - y_{t-1}) - (y_{t-12} - y_{t-13}), y_t = \log(mp_t), mp \text{ le prix des matières premières.}$$

Cette transformation rend en outre les variables stationnaires. Les tests de causalité ont été effectués à partir des régressions suivantes :

– causalité des prix des matières premières vers les prix à la consommation :

$$[1] \quad \dot{P}_t = a + \sum_{i=1}^k b_i \dot{P}_{t-i} + \sum_{i=1}^k c_i MP_{t-i} + \varepsilon_t$$

– causalité des prix à la consommation vers les prix des matières premières:

$$[2] \quad MP_t = a + \sum_{i=1}^k b_i MP_{t-i} + \sum_{i=1}^k c_i \dot{P}_{t-i} + \varepsilon_t$$

et conduits avec $k = 12$ retards. On obtient alors.

	Causalité des prix des matières premières vers les prix à la consommation	Causalité des prix à la consommation vers les prix des matières premières
1982-02 à 1995-02	ns	ns
1982-02 à 1988-12	(a)	ns
1989-01 à 1995-02	ns	ns
(a) Significative au seuil de 5 % ns : non significative		

Les tests, effectués dans un premier temps sur l'ensemble de la période, conduisent à rejeter l'hypothèse de causalité au sens de Granger entre les deux variables, quelle que soit la direction

envisagée. Toutefois, des tests de Chow conduits sur les relations [1] et [2] détectent une forte instabilité au cours de la période 1986-1989 qui correspond par ailleurs, si l'on considère le graphique 1, à une envolée du cours des matières premières, alors que le taux de croissance de l'indice des prix à la consommation reste globalement stable. D'autres tests (CUSUM, CUSUMSQ) concluent également à la présence de rupture avant 1989.

Les tests de causalité ont donc été à nouveau effectués en scindant la période étudiée en deux sous-période : 1982 à 1989 d'une part, 1989 à 1995 d'autre part. Ils permettent de conclure cette fois à l'existence d'une relation de causalité des prix des matières premières vers les prix à la consommation lors de la première sous-période, mais rejettent toute autre relation par ailleurs. Le mouvement de désinflation observé en France au milieu des années quatre-vingt, et dont la tendance s'accroît après 1989, a semble-t-il conduit à rendre les prix français plus autonomes à l'égard des influences externes.

On peut encore préciser la nature de cette relation en calculant directement des mesures de causalité et en décomposant ces dernières par délai, selon la démarche proposée par C. Gourieroux et A. Montfort [1990]¹. Ces décompositions sont présentées dans les tableaux ci-après.

DÉCOMPOSITION DES MESURES DE CAUSALITÉ PAR DÉLAI			
<i>(en pourcentage)</i>			
Période 1982-02 à 1988-12			
Délai en mois	Causalité instantanée	Prix à la consommation = prix des matières premières	Prix des matières premières = prix à la consommation
0.....	75,1		
1.....		ε	17,6
2.....		ε	ε
3.....		ε	ε
4.....		ε	ε
5.....		ε	ε
6.....		0,6	ε
7.....		0,9	0,5
8.....		0,8	0,2
9.....		0,8	0,7
10.....		0,6	ε
11.....		0,7	ε
12.....		0,8	0,8
Total	75,1	5,1	19,8
Période 1989-02 à 1995-02			
Délai en mois	Causalité instantanée	Prix à la consommation = prix des matières premières	Prix des matières premières = prix à la consommation
0.....	71,2		
1.....		1,4	3,4
2.....		ε	ε
3.....		15,2	0,8
4.....		ε	0,8
5.....		0,4	0,7
6.....		0,6	0,8
7.....		0,6	0,2
8.....		0,8	0,1
9.....		0,8	ε
10.....		0,7	0,6
11.....		0,7	0,3
12.....		ε	ε
Total	71,2	21,2	7,6
Délais moyens en mois	Prix à la consommation = prix des matières premières	Prix des matières premières = prix à la consommation	Délai moyen global
1982 à 1988	9,0	1,9	0,1

¹ Cf. annexe 2 pour une présentation simplifiée

1989 à 1995	4,0	3,7	0,6
-------------------	-----	-----	-----

On note tout d'abord que la causalité instantanée est prépondérante et varie peu d'une période à l'autre. On remarque ensuite une différence sensible des répartitions causales entre les deux périodes : alors que dans un premier temps la causalité unidirectionnelle des prix des matières premières vers les prix à la consommation domine, son influence devient négligeable et non statistiquement significative dans la période de désinflation. On constate par ailleurs que, dans la première sous-période, l'essentiel de l'information est contenu dans le premier délai, ce qui précise l'idée de l'existence d'une relation de très court terme. Cette relation reste dominante par la suite, mais se réduit fortement, ce qui se traduit par un allongement du délai unidirectionnel moyen.

L'absence de liaison de long terme ainsi que l'absence de relation de causalité au sens de Granger en fin de période montrent donc que, si les deux séries d'indices paraissent bien corrélées, notamment lorsque l'on considère leurs fluctuations cycliques, cette dernière forme de liaison ne peut être exprimée que de façon qualitative.

En tant que telle, l'évolution des prix des matières premières importées constitue un indicateur nécessaire, mais non suffisant, des tensions inflationnistes. Il doit donc être considéré concurremment avec d'autres sources d'information.

1.2. L'opinion des industriels sur l'évolution de leurs prix de vente : de l'indicateur qualitatif aux prévisions quantitatives

L'une de ces sources complémentaires peut être l'opinion des industriels, exprimée chaque mois au cours de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, sur l'évolution de leurs prix de vente.

Elle permet de capter une information au niveau terminal du cycle de production, à la première commercialisation. Comme pour la plupart des autres questions de l'enquête, les réponses sont synthétisées sous forme de soldes d'opinion et sont disponibles par grandes branches d'activité.

Permettent-elles tout d'abord un bon suivi de l'évolution des prix de production ?

En la matière, les informations sont disjointes. La France ne dispose pas encore, contrairement aux autres grands pays industrialisés, d'un indice synthétique. L'essentiel des statistiques concernant les prix de production est élaboré par l'INSEE. Les indices de prix les plus suivis sont les indices de prix de vente industriels, obtenus après enquête portant sur quelque 15 000 relevés de prix réalisés auprès de 3 500 entreprises. Toutefois, le taux de couverture encore restreint de certains secteurs empêche le calcul d'indices synthétiques.

Pour cette raison, on a privilégié les indices de prix implicites de production fournis par les comptes nationaux trimestriels (INSEE). Ces indices sont notamment obtenus par l'intermédiaire des indices de prix de vente industriels et, lorsque le taux de couverture de ces derniers est insuffisant, par les prix issus de l'enquête trimestrielle de l'INSEE dans l'industrie. Bien qu'imparfaits, ces indices constituent cependant une information quantitative qui peut être rapprochée des soldes d'opinion dérivés de l'enquête de la Banque de France.

Cette démarche présente en outre un intérêt en termes de prévision puisque les indices de prix ne sont connus qu'environ quatre mois après la fin du trimestre sous revue, alors que la disponibilité des résultats de l'enquête sur un trimestre donné est immédiate. Cette prévision est obtenue à l'aide d'un étalonnage entre les deux séries.

Des relations de ce type ont donc été estimées au niveau des grands secteurs de l'industrie ainsi qu'au niveau de l'ensemble de la production manufacturière.

Après avoir été trimestrialisés par moyenne arithmétique simple, les soldes d'opinion des industriels sur l'évolution des prix des produits finis, issus de l'enquête mensuelle de conjoncture, ont donc été rapprochés de l'évolution des indices de prix de production implicites des comptes nationaux trimestriels.

Des relations du type :

$$\dot{P} = a.S_t + b.S_{t-1} + c$$

ont été estimées sur la période du deuxième trimestre 1981 au deuxième trimestre 1994, avec $\dot{P}$ le taux de croissance trimestriel des prix de production des comptes trimestriels et S_t le solde d'opinion sur l'évolution des prix des produits finis trimestrialisés. La présence d'autocorrélation des résidus dans certaines des relations a été corrigée par la méthode de Cochrane-Orcutt.

Les étalonnages ainsi estimés apparaissent globalement satisfaisants et expliquent souvent près de 80 % de la variance du taux de croissance des prix de production.

ÉTALONNAGES DU TAUX DE CROISSANCE TRIMESTRIEL DES PRIX DE PRODUCTION							
Branches	a	b	c	R ² aj.	SER	DW	ρ
Industries agro-alimentaires	0,061 (5,64)	0,029 (2,76)	—	—	0,58	1,97	0,39 (3,07)
Biens intermédiaires	0,08 (6,55)	0,05 (4,02)	—	—	0,54	2,1	0,49 (3,98)
Biens d'équipement professionnels	0,067 (4,09)	0,044 (2,76)	0,595 (3,5)	0,83	0,44	1,97	0,61 (5,2)
Biens de consommation et d'équipement ménager	0,058 (4,78)	0,049 (4,05)	0,429 (5,78)	0,8	0,42	1,7	—
Automobile et transports terrestres	0,023 (2,67)	0,022 (2,6)	0,699 (2,88)	0,6	0,6	1,98	0,59 (4,9)
Produits manufacturés	0,075 (6,87)	0,046 (4,32)	0,278 (2,47)	0,9	0,35	2,1	0,49 (3,89)
La statistique de Student est indiquée entre parenthèses.							

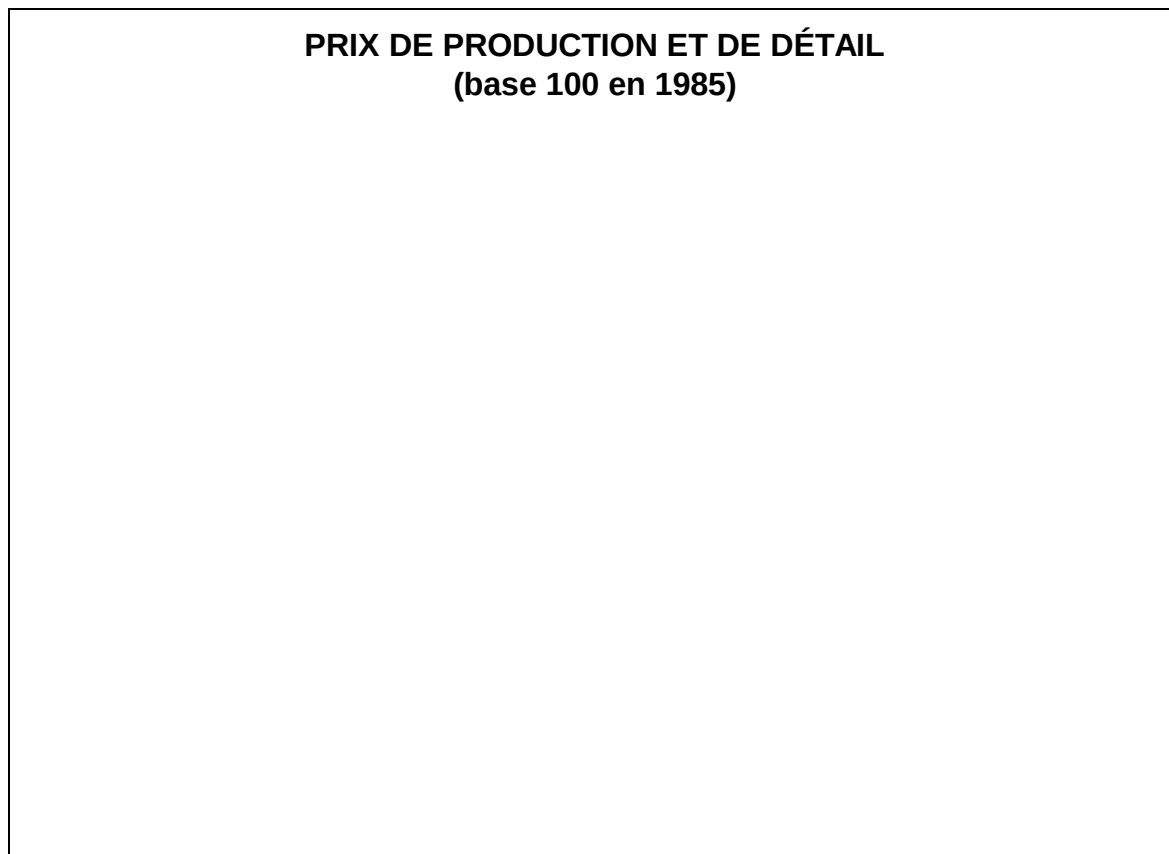
On peut par ailleurs vérifier la qualité relative des estimations et des prévisions obtenues en se reportant à l'annexe 3.

Si elle s'avère globalement correcte, que peut-on en dire si l'on cherche à passer des prix de production aux prix à la consommation ? Autrement dit, peut-on utiliser directement la réponse des industriels sur l'évolution des prix de vente comme indicateur avancé d'inflation ?

Il semble en fait que la phase de désinflation qu'a connue la France à partir du milieu des années quatre-vingt a rendu plus ténu la relation qui paraissait exister auparavant entre les prix de production et les prix de détail.

Si l'on rapproche en effet l'évolution de l'indice des prix de vente des biens intermédiaires (c'est-à-dire semi-finis) avec l'indice des prix de détail des produits manufacturés (environ 34,4 % de l'indice des prix à la consommation), on s'aperçoit que ces deux séries entretiennent jusqu'en 1985 des évolutions parallèles et qu'elles divergent par la suite.

Graphique 3

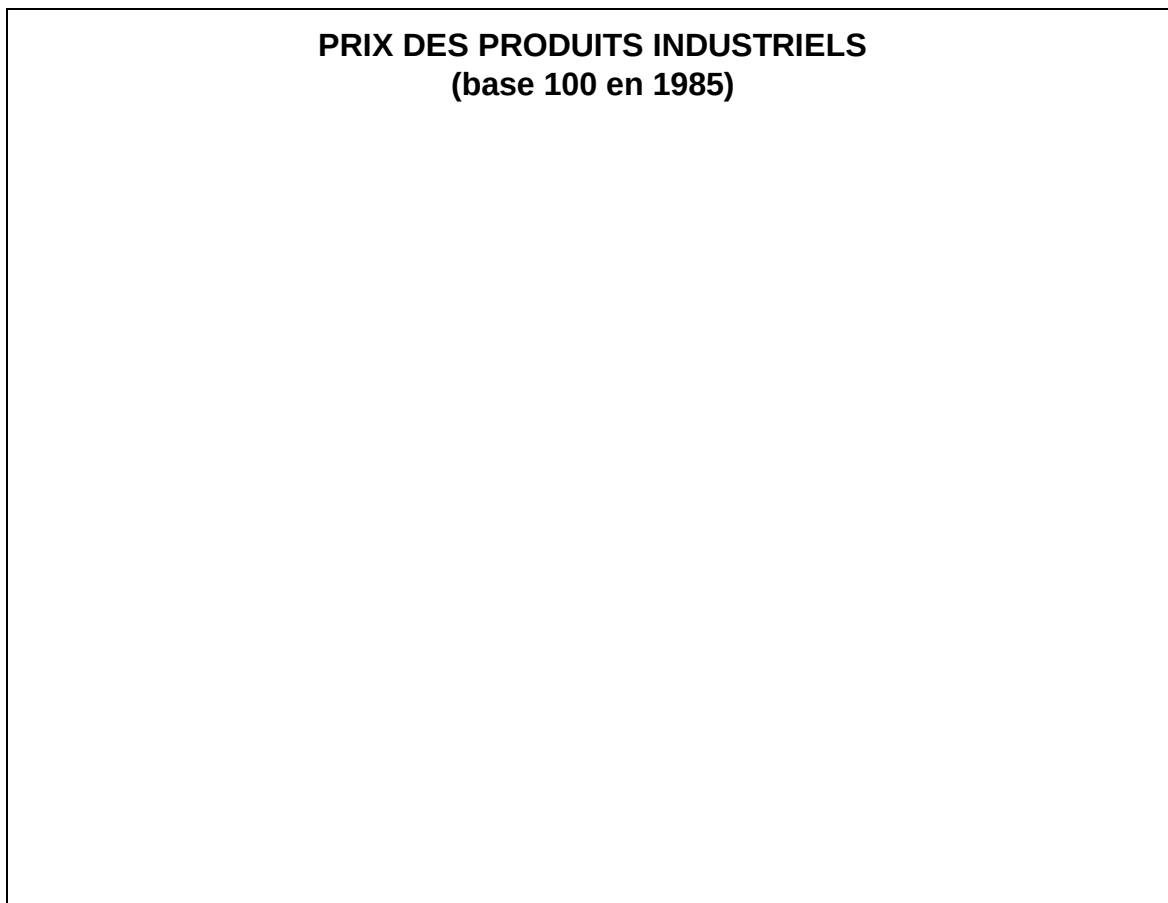


L'absence d'information sur le comportement de marge des commerçants, grossistes ou détaillants, rend ainsi très délicat le passage des prix de production à celui des prix à la consommation.

Si l'on considère à présent le « cycle de production » dans son ensemble (cf. graphique 4), on note que si l'on observe de fortes fluctuations sur l'indice des prix des matières premières industrielles importées, celles-ci disparaissent progressivement au niveau de la vente des produits semi-finis (les biens intermédiaires) pour devenir pratiquement inexistantes au niveau de l'indice des prix de détail.

On retrouve le même phénomène de « lissage progressif » que celui mis en évidence à un niveau beaucoup plus fin de nomenclature dans l'analyse riche et détaillée réalisée par Moreau et Nivet [1994].

Graphique 4



Au total, les données collectées par la Banque de France, et relatives aux évolutions de prix des matières premières importées ou de prix de production, apportent une information non négligeable sur la diffusion des tensions inflationnistes au cours du cycle de production mais qui reste purement qualitative. De surcroît, leur pertinence s'est amoindrie dans la seconde partie des années quatre-vingt, la politique de désinflation compétitive ayant sans doute eu pour conséquence une modification des normes de fixation des prix qui paraissent déconnecter l'évolution des prix de détail de celles des prix observés au cours des phases antérieures de la production.

Dès lors, les enquêtes sur l'utilisation des facteurs de production, destinées à mesurer les tensions affectant la capacité d'offre des entreprises, peuvent-elles être plus utiles pour détecter d'éventuelles tensions inflationnistes ?

2. L'impact inflationniste des tensions sur les capacités de production ¹

L'évolution rapide de la croissance de la production industrielle lors de la phase de reprise de l'activité en 1994 s'est traduite par une vive remontée des taux d'utilisation des capacités de production dans un contexte où l'investissement des entreprises, après trois années consécutives de baisse, demeurerait atone.

¹ Cette partie reprend les principaux résultats obtenus par L. Clerc [1994]

La Banque de France, qui collecte chaque mois une mesure directe des taux d'utilisation des capacités de production — sans embauche —, dispose d'une information particulièrement sensible aux éventuelles résurgences de tension sur l'appareil productif. Toutefois, pour les besoins de cette étude, le taux d'utilisation des capacités de production avec embauche, calculé par l'INSEE, a été préféré au taux collecté par la Banque dans la mesure où le concept paraissait mieux adapté à notre modélisation. Il reste que les deux séries sont assez bien corrélées. Cette information est par ailleurs enrichie chaque année par les résultats de l'enquête portant sur la durée d'utilisation des équipements (cf. annexe 4 pour une présentation).

Afin d'opérer un suivi conjoncturel de l'évolution de l'utilisation des facteurs de production et chercher à en prévoir l'impact sur le niveau général des prix, on peut être amené à modéliser, de façon simple, les capacités de production dans l'industrie.

Cette modélisation fait intervenir le stock de capital productif, issu des comptes nationaux, la durée d'utilisation des équipements qui est fournie par l'enquête de la Banque et les taux d'utilisation des capacités de production, mesurés ici avec embauche, et issus eux-aussi des comptes annuels de l'INSEE.

2.1. Des capacités de production

En l'absence de tensions sur le marché du travail, la croissance des capacités de production est, à court terme, déterminée avant tout par le rythme d'accumulation du stock de capital.

La capacité de production mesure le niveau de production qu'il serait possible d'obtenir si l'ensemble des équipements disponibles étaient utilisés au taux maximum. Elle peut donc être définie, et estimée, par le rapport de la production effective au taux d'utilisation des capacités de production, obtenu à partir des marges de capacité avec embauche (MACAE) issues des enquêtes de conjoncture de l'INSEE :

$$[1] \quad TUC = 1 / [1 + MACAE / 100]$$

$$[2] \quad \text{Capacité} = \text{production effective} / \text{taux d'utilisation des capacités (TUC)}$$

Sur l'ensemble des deux dernières décennies, les capacités de production ont augmenté d'un peu plus de 60 % dans l'ensemble de l'industrie.

CAPACITÉS DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE 1993	
(indices – base 100 en 1970)	
ENSEMBLE DE L'INDUSTRIE	163,0
INDUSTRIE HORS ÉNERGIE (a)	167,7
INDUSTRIES AGRO-ALIMENTAIRES	160,0
INDUSTRIES MANUFACTURIÈRES	169,5
<i>Biens intermédiaires</i>	146,0
<i>Biens d'équipement</i> (b)	203,0
– Biens d'équipement professionnel	202,3
– Automobile, transports	188,2
<i>Biens de consommation</i>	160,7
(a) On considérera par la suite ce regroupement en raison de la mauvaise qualité des données relatives à la branche énergie. Les séries de taux d'utilisation par branches nous ont été très gracieusement communiquées par M. Fournier de la division des Enquêtes de conjoncture de l'INSEE, les séries d'investissement par branches par M ^{me} Madelin, chef de la division des Comptes nationaux. (b) Les données relatives aux biens d'équipement ménager ne sont pas disponibles sur la totalité de la période. Elles ne sont donc pas présentées dans ce tableau.	

2.2. De l'accumulation du capital

La capacité de production dépend par ailleurs du stock de capital productif et de son accumulation.

Les séries de capital brut utilisées ici sont issues des comptes nationaux, bien que leur robustesse soit souvent discutée. Le stock de capital brut, en volume, double pratiquement au cours des deux dernières décennies dans l'industrie.

STOCK DE CAPITAL EN VOLUME DANS L'INDUSTRIE 1993	
	(indices – base 100 en 1970)
Ensemble de l'industrie	188,7
Industrie hors énergie	193,0
Industries agro-alimentaires	182,5
Industries manufacturières	195,0
– Biens intermédiaires	161,5
– Biens d'équipement ménager	202,2
– Biens d'équipement professionnels	282,3
– Automobile, transports	283,5
– Biens de consommation	189,8

On retrouve ici une configuration semblable à celle déjà observée sur l'évolution des capacités de production. En triplant quasiment leur stock de capital, les biens d'équipement, notamment professionnels et l'automobile, ont procédé à une accumulation beaucoup plus intensive que celle des autres branches.

Rapportée à celle des capacités, cette plus forte croissance du stock de capital traduit aussi une baisse de sa productivité potentielle.

La prise en compte de la durée d'utilisation des équipements permet, quant à elle, de réconcilier des évolutions qui peuvent parfois paraître contradictoires entre capacités et capital. Cette dernière provient d'une enquête annuelle effectuée depuis 1989 par la Banque de France dans l'industrie (hors énergie). La série a été réropolée par G. Cette ¹. La durée d'utilisation se révèle ainsi être un mode d'ajustement conjoncturel du stock de capital.

CAPACITÉ DE PRODUCTION ET STOCK DE CAPITAL DANS L'INDUSTRIE HORS ÉNERGIE (taux de croissance annuel moyen)					
	(en pourcentage)				
	1970-1974	1975-1980	1981-1985	1986-1992	1993
Capacité de production	5,4	1,5	-0,4	3,0	-0,9
Stock de capital brut	5,8	2,9	1,5	2,6	0,8
Capital « actif » (a)	5,7	1,9	0,9	3,3	1,3
(a) Stock de capital x durée d'utilisation					

¹ G. Cette [1990] : « Durée d'utilisation des équipements : l'inversion d'une tendance longue », *Économie et statistique*, n° 231, avril 1990

On retrouve une idée couramment exprimée selon laquelle « les services potentiels du capital dépendent non seulement du stock de ce facteur, mais aussi du flux de services qu'il peut rendre, compte tenu de ses conditions d'utilisation »¹. La durée d'utilisation semble donc bien constituer un substitut au capital.

L'analyse effectuée par la suite portera sur le champ industrie hors énergie pour lequel on dispose des informations à la fois complètes, fiables et homogènes.

2.3. Un effet de seuil sur les taux d'utilisation des capacités de production

Une analyse empirique rapide, menée sur la période 1970-1993, met en évidence ce que l'on pourrait considérer comme un « effet de seuil » sur le niveau des taux d'utilisation des capacités de production à partir duquel on peut estimer que les industriels butent sur une contrainte de capacité.

Une fois déterminées les capacités de production, on définit l'écart de production comme la différence entre la production effective et la capacité exprimées en niveau. Le plus souvent toutefois, « l'*output gap* » est défini par le différentiel de croissance entre production d'une part et capacité d'autre part. Compte tenu de la définition des capacités, cette grandeur vérifie :

$$[1] \quad CAP = PROD / TUC$$

soit, en taux de croissance :

$$[2] \quad (\dot{CAP}) = (\dot{PROD}) - (\dot{TUC})$$

d'où, pour « l'*output gap* » :

$$[3] \quad (\dot{PROD}) - (\dot{CAP}) = (\dot{TUC})$$

avec CAP la capacité de production, PROD la production effective, TUC le taux d'utilisation des capacités, $(\dot{x})$ le taux de croissance de la variable x.

D'après cette définition, « l'*output gap* » devient positif dès que le taux d'utilisation des capacités augmente, et s'accroît dès que la croissance des TUC s'accélère. Or, toute augmentation des taux d'utilisation n'est pas synonyme de tension sur les capacités. Tout dépend évidemment du niveau initial de ces taux d'utilisation.

Si l'on représente graphiquement l'écart de production avec le niveau des taux d'utilisation, on constate, tout d'abord, que les périodes où l'écart de croissance entre production et capacités est positif sont courantes au cours des deux dernières décennies et qu'elles correspondent bien aux phases de forte croissance de l'activité. On remarque aussi que, généralement, ces périodes coïncident avec un niveau de taux d'utilisation des capacités supérieur à 84,3 %.

¹ G. Cette, C. Godin [1992] : « Dynamique des capacités de production et durée d'utilisation des équipements : comportements des entreprises individuelles. Analyse empirique sur données d'enquête », *Revue d'économie industrielle*, n° 62

OUTPUT GAP ET UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE (hors énergie)

2.4. Une modélisation simple des capacités de production

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE – 4^e trimestre 1995 – Supplément « Études »

Une spécification à correction d'erreur, estimée selon une procédure en deux étapes de R.F. Engle et C.W.J. Granger¹, a été retenue. Elle exprime les capacités de production en fonction du stock de capital brut en volume, de la durée d'utilisation des équipements et d'un facteur de progrès technique mesurant la productivité potentielle du capital.

Les tests (ADF) d'intégration effectués sur les séries conduisent à accepter l'hypothèse que l'ensemble de ces variables sont intégrés d'ordre 1 (L. Clerc [1995]).

La spécification de long terme des capacités de production est exprimée par :

$$[a] \quad CAP_t = A(t) \cdot DUE_t^\alpha \cdot KB_t^\beta$$

avec $A(t) = A_0 \cdot e^{at}$ la productivité potentielle du capital, DUE la durée d'utilisation des équipements et KB le stock de capital brut.

Écrite en logarithme, elle devient :

$$[b] \quad \ln CAP = \ln A_0 + at + \alpha \ln DUE + \beta \ln KB$$

Les variables étant intégrées de même ordre, on peut estimer la relation [b] en niveau par la méthode des moindres carrés ordinaires. Sur la période 1971-1993, on obtient finalement :

$$\ln CAP = 1,15 \ln KB + 0,64 \ln DUE - 0,009.t - 4,17$$

$$(13,4) \quad (5,95) \quad (-4,03) \quad (-3)$$

$$R^2 = 0,99 \quad SER = 0,013 \quad DW = 0,93$$

Ces résultats sont conformes à ceux attendus, en particulier : la durée d'utilisation est bien substituable au capital ; l'élasticité de ce dernier aux capacités est proche de l'unité ; on retrouve enfin la tendance à la baisse de la productivité potentielle du capital, à un rythme proche de - 0,9 % par an.

Les tests, effectués sur les résidus de cette équation z_t conduisent par ailleurs à accepter l'hypothèse de stationnarité de ces derniers.

Dans une seconde étape, on a estimé sur la période 1972-1993 un modèle à correction d'erreur. Les résultats finalement obtenus sont les suivants :

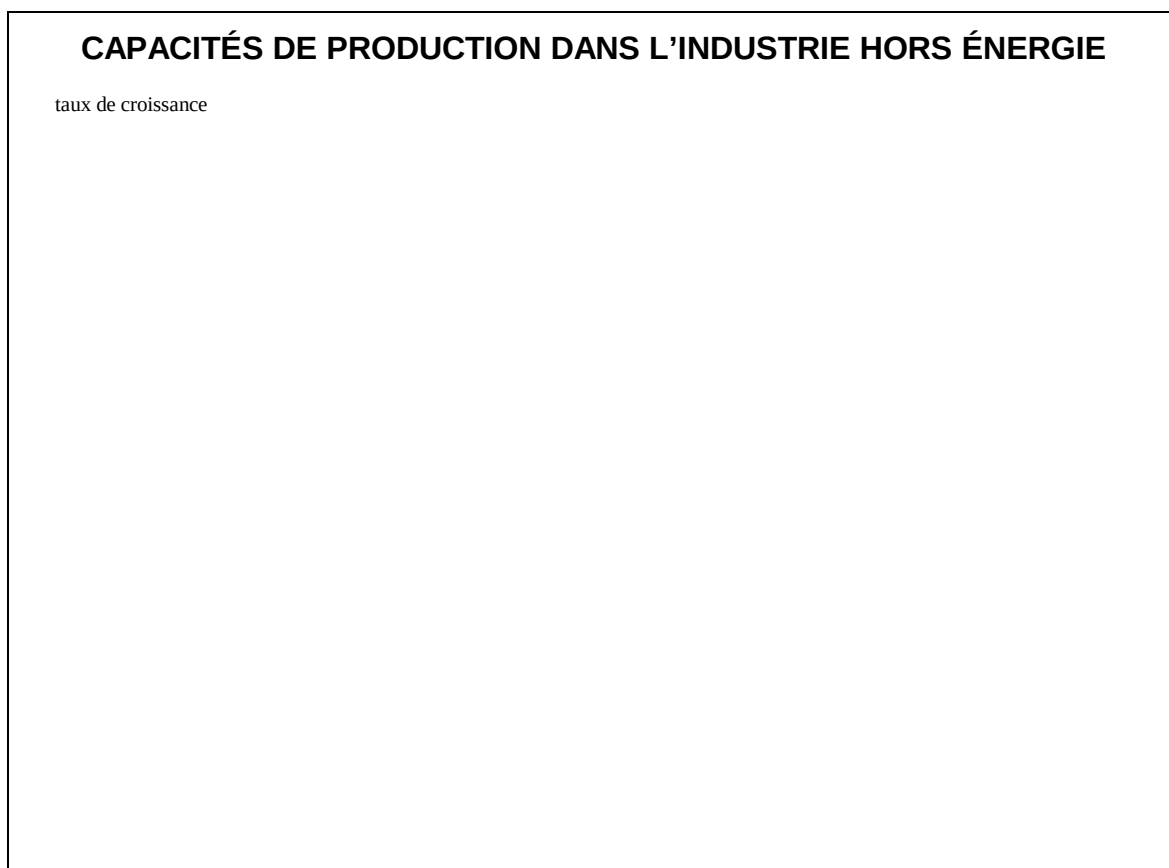
$$d\ln CAP = 0,818.d\ln KB + 0,116.d\ln DUE - 0,77.Z_{t-1}$$

$$(12,7) \quad (0,63) \quad (-4,1)$$

$$SER = 0,009 \quad DW = 1,46$$

Ils sont globalement satisfaisants. On peut en apprécier la qualité relative dans le graphique ci-après.

¹ R.F. Engle et C.W.J. Granger [1987] : « Co-integration and Error Correction : Representation, Estimation and Testing », *Econometrica*, vol. 55, n° 2, p. 251-276, mars 1987.

Graphique 6 (*modèle à correction d'erreur*)

Cette dernière relation peut ainsi être utilisée pour fournir une prévision du niveau des capacités de production.

En retenant comme hypothèses : un taux de dépréciation du stock de capital brut constant sur la période de projection (au niveau observé au cours des années précédentes, soit 4 % par an) ; une évolution de l'investissement de la branche industrie hors énergie de 2 % en 1994¹ et de 12 % en 1995 ; une progression de la durée d'utilisation des équipements de 3 % en 1994 et 1,8 % en 1995, conformément aux résultats de la dernière enquête ; *les capacités de production connaîtraient une baisse de 0,3 % en 1994 suivie d'une forte hausse en 1995 (+ 1,9 %).*

Une hausse de la production industrielle de 4,7 % en moyenne annuelle en 1994, suivie d'une nouvelle augmentation proche de 4,2 % ferait passer le taux d'utilisation des capacités de production d'une moyenne annuelle de 79,9 % en 1993, à 84,0 % en 1994 et 85,9 % en 1995, soit un niveau légèrement supérieur au seuil empirique déterminé auparavant.

L'impact inflationniste d'une telle progression des TUC a été mesuré à l'aide du modèle macro-économique de la Banque de France (Mefisto). *En écart au compte central de la dernière campagne de prévision, cette augmentation se traduirait par une croissance supplémentaire du déflateur de la consommation finale des ménages de 0,2 point en 1994 et 0,3 point en 1995, soit 0,4 point supplémentaire en glissement la première année et 0,2 point la seconde.*

¹ L'investissement par grandes branches de l'industrie n'étant pas encore connu au moment de la réalisation de cette étude, les données relatives à l'année 1994 sont des estimations.

Ce dernier exercice montre combien peut être utile l'utilisation des données d'enquêtes de conjoncture pour opérer un suivi conjoncturel fin des tensions inflationnistes. L'indicateur « capacité » est cependant dépendant de l'hypothèse faite sur l'évolution de la production industrielle et de la robustesse de l'équation de détermination des capacités de production. En particulier, les premières informations disponibles sur l'évolution de la production industrielle au début de l'année 1995, qui montre quelques signes de ralentissement, peuvent déjà remettre en cause le chiffre présenté ci-dessus ; l'impact inflationniste serait ainsi moindre que prévu.

Ce point soulève une difficulté pour l'utilisation des enquêtes de conjoncture dans la conduite directe de la politique monétaire. Reflets instantanés des tendances en cours, elles ne sauraient, à elles seules, guider les mesures de politique monétaire, car ces tendances sont parfois volatiles et ne concernent que le très court terme. Le diagnostic qui pourrait découler de leur utilisation supposerait une réaction rapide, sinon instantanée, des autorités monétaires, alors même que les délais de transmission de la politique monétaire à la sphère réelle sont, en tout état de cause, beaucoup plus longs et sans doute supérieurs à l'année.

Leur utilisation trouve par contre sa justification dans les relations quotidiennes qu'entretiennent les banques centrales avec les opérateurs de marchés, puisque c'est sur la base de certains de ces indicateurs que se forment notamment les anticipations des agents. Une connaissance approfondie de ceux-ci, y compris de leur impact inflationniste réel, peut donc être cruciale lorsqu'il s'agit de canaliser ces anticipations. En tant que tels, ces différents indicateurs peuvent donc être considérés comme des paramètres clés de la politique monétaire au jour le jour et se doivent, à ce titre, d'être renforcés, développés et complétés.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

J.M. Boughton, W.H. Branson [1991] : « Commodity Prices as a Leading Indicator of Inflation », in K. Lahiri and G.H. Moore Eds, *Leading Economic Indicators. New Approaches and Forecasting Records*, Cambridge University Press, p. 305-338.

G. Cette, C. Godin [1992] : « Dynamique des capacités de production et durée d'utilisation des équipements : comportement des entreprises industrielles ; analyse empirique sur données d'enquête », *Revue d'économie industrielle*, n° 62, 4^e trimestre, p. 66-82.

L. Clerc [1995] : « À quelles conditions viendrait-on buter sur les capacités de production dans l'industrie ? », note 94/287, SEREC, Banque de France.

R. Dornbusch [1976] : « Expectation and Exchange Rate Dynamics », *Journal of Political Economy*, vol. 84, décembre, p. 1161-1176.

FMI [1988] : *World Economic Outlook*, avril et octobre.

J.A. Frenkel, C. Rodriguez [1982] : « Exchange Rate Dynamics and the Overshooting Hypothesis », *IMF Staff Papers*, vol. 29, n° 1, mars, p. 1-30.

C. Gourieroux, A. Monfort [1990] : *Séries temporelles et modèles dynamiques*, Economica, Paris.

F. Henrot [1994] : « Le fantôme de l'inflation », *Bulletin mensuel du Centre d'information sur l'épargne et le crédit*, septembre 1994.

A. Moreau, Ch. Nivet [1994] : « Du cours des matières premières au prix à la consommation », *INSEE Première*, n° 351, décembre 1994.

D. Nicaise, M.-C. Meyling [1991] : « Comparaison des indices des matières premières de la Banque de France et de l'INSEE », note n° 91/170, SSC, Banque de France, juillet 1991.

C. Reinhart, E. Borensztein [1994,a] : « The Macroeconomics Determinant of Commodity Prices », *IMF Staff Papers*, vol. 41, n° 2, juin, p. 236-261.

C. Reinhart, P. Wickham [1994,b] : « Commodity Prices : Cyclical Weakness or Secular Decline », *IMF Staff papers*, vol. 41, n° 2, juin, p. 175-213.

H.L. Roth [1991] : « Leading Indicators of Inflation », in K. LAHIRI and G.H. MOORE Eds, *Leading Economic Indicators. New Approaches and Forecasting Records*, Cambridge University Press, p. 275-301.

ANNEXE 1

L'INDICE DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES IMPORTÉES DE LA BANQUE DE FRANCE

Les prix retenus pour le calcul de l'indice de la Banque de France sont ceux de produits pour lesquels la France est importateur net structurellement. Cet indice est composé de trente-quatre séries élémentaires, regroupées en trois sous-indices : les matières premières agricoles alimentaires (21,07 % de l'indice d'ensemble), les matières premières agricoles à usage industriel (25,72 %) et les produits minéraux (53,23 %).

Les montants moyens en valeur, calculés sur les trois dernières années, des importations des matières premières retenues dans le champ de l'indice, pondèrent les cours observés (cf. ci-après pour les pondérations).

Les indices s'apparentent à des indices de Laspeyres chaînés. Les indices quotidiens sont calculés selon la formule :

$$I_{ij} = 100 \cdot \frac{C_{aij} \times D_{aij}}{\frac{1}{n} \times \sum_{k=1}^n C_{bik}}$$

- avec :
- I : indice en francs français,
 - D : cotation de la matière première en devise,
 - C : cours de la devise en cotation,
 - i : indice de la matière première,
 - j : jour sous revue,
 - a : année,
 - b : année de base,
 - n : nombre de jours de cotation de l'année de base.

Les variations quotidiennes pondérées de ces indices ($j / j - 1$) sont ensuite agrégées en sous-indices puis en indice ; la variation ainsi obtenue, appliquée au jour ($j - 1$) des sous-indices et indice permet enfin de calculer les données du jour j .

Les indices sont mensualisés par moyenne arithmétique simple en fin de mois. Ils sont exprimés en année de base 1985.

ANNEXE 1 (suite)

INDICE DES MATIÈRES PREMIÈRES DE LA BANQUE DE FRANCE (pondérations)

Produits	Place de cotation	Devise de cotation	Pondération (en pourcentage)
Produits alimentaires			21,07
<i>Denrées tropicales</i>			9,00
Café Arabica.....	New York	USD (dollar des États-Unis)	3,24
Robusta.....	Londres	GBP (livre sterling)	2,61
Cacao.....	Londres	GBP (livre sterling)	3,15
<i>Oléagineux</i>			12,07
Soja Graines	Chicago	USD (dollar des États-Unis)	0,94
Tourteaux.....	Chicago	USD (dollar des États-Unis)	8,30
Huile d'arachide	Toutes origines	USD (dollar des États-Unis)	1,22
Huile d'olive.....	Milan	LIT (lire italienne)	1,21
Huile de palme.....	–	USD (dollar des États-Unis)	0,40
Produits agricoles à usage industriel			25,72
<i>Fibres textiles.....</i>			6,77
Coton.....	New York	USD (dollar des États-Unis)	2,42
Laine.....	Sydney	AUD (dollar australien)	4,27
Sisal.....	Brésil	USD (dollar des États-Unis)	0,08
Caoutchouc naturel	Kuala Lumpur	MYR (ringitt – malais)	2,03
Bois tropicaux bruts.....	–	FRF (franc français)	2,69
sciés.....	–	MYR (ringitt – malais)	1,78
Pâte à papier	Paris	USD (dollar des États-Unis)	12,45
Produits minéraux			53,23
Minerai de fer	Brésil	USD (dollar des États-Unis)	5,42
Argent.....	New York	USD (dollar des États-Unis)	1,24
Platine.....	New York	USD (dollar des États-Unis)	1,3
Cuivre.....	Londres	GBP (livre sterling)	9,47
Étain	Londres	USD (dollar des États-Unis)	4,3
Plomb.....	Londres	GBP (livre sterling)	0,16
Zinc.....	Londres	USD (dollar des États-Unis)	1,94
Nickel	Londres	USD (dollar des États-Unis)	5,8
Aluminium	Londres	USD (dollar des États-Unis)	13,44
Minerai Manganèse	Londres	USD (dollar des États-Unis)	1,65
Molybdène.....	Marché libre européen	USD (dollar des États-Unis)	0,48
Chrome	–	USD (dollar des États-Unis)	1,35
Cobalt	Marché libre européen	USD (dollar des États-Unis)	0,28
Titane.....	Marché libre européen	USD (dollar des États-Unis)	1,11
Zinc.....	Londres	USD (dollar des États-Unis)	2,49
Plomb.....	New York	USD (dollar des États-Unis)	0,73
Phosphates de calcium	Maroc	FRF (franc français)	1,73
Rhodium	Marché libre européen	USD (dollar des États-Unis)	0,28
Palladium.....	Marché libre européen	USD (dollar des États-Unis)	0,06

ANNEXE 2

MESURE DE CAUSALITÉ PAR DÉLAI

Soient X_t et Y_t des processus multivariés.

On note : $\bar{X}_t = \{X_t, X_{t-1}, \dots\}$ l'information connue sur X en t ;

$\bar{Y}_t = \{Y_t, Y_{t-1}, \dots\}$ l'information connue sur Y en t ;

$(\bar{X}_t, \bar{Y}_t) = \{X_{t-i}, Y_{t-i}, i \geq 0\}$;

- les prévisions des variables sont effectués par régressions linéaires ;
- la meilleure prévision linéaire d'une variable X fondée sur une information I est notée $E(X/I)$; l'erreur de prévision correspondante est $\varepsilon(X/I) = X - E(X/I)$; l'erreur quadratique moyenne associée peut être calculée à partir de la variance résiduelle $V\varepsilon(X/I)$.

En pratique, trois types de causalité ($X \rightarrow Y$, $Y \rightarrow X$, instantanée) peuvent coexister. Il peut dès lors être utile d'en mesurer l'importance respective.

Ces mesures doivent vérifier certaines propriétés : elles doivent être positives, ne s'annuler que lorsqu'il y a non causalité, être enfin simple à déterminer.

C. Gourieroux et A. Monfort [1990] proposent une fonction scalaire de deux matrices de variances-covariances à valeurs positives, fonction croissante de l'écart et s'annulant si et seulement si les deux matrices sont égales. Cette fonction est définie par :

$$C_{y \rightarrow x} = \log \left[\frac{\det V\varepsilon(X_t / \bar{X}_{t-1})}{\det V\varepsilon(X_t / \bar{X}_{t-1}, \bar{Y}_{t-1})} \right]$$

qui mesure la *causalité de y vers x* .

De façon similaire, les autres mesures sont données par :

$$C_{x \rightarrow y} = \log \left[\frac{\det V\varepsilon(Y_t / \bar{Y}_{t-1})}{\det V\varepsilon(Y_t / \bar{X}_{t-1}, \bar{Y}_{t-1})} \right]$$

qui mesure la *causalité de X vers Y* .

$$C_{y \leftrightarrow x} = \log \left[\frac{\det V\varepsilon(X_t / \bar{X}_{t-1}, \bar{Y}_{t-1})}{\det V\varepsilon(X_t / \bar{X}_{t-1}, \bar{Y}_t)} \right]$$

qui mesure la *causalité instantanée entre X et Y* .

La mesure de *dépendance entre les deux processus X et Y* est définie par :

$$C_{x,y} = \log \left[\frac{\det V\mathcal{E}(X_t / \bar{X}_{t-1}) \cdot \det V\mathcal{E}(Y_t / \bar{Y}_{t-1})}{\det V\mathcal{E}(X_t, Y_t / \bar{X}_{t-1}, \bar{Y}_{t-1})} \right]$$

Ces différentes mesures respectent en outre la propriété :

$$C_{x,y} = C_{x \rightarrow y} + C_{y \rightarrow x} + C_{x \leftrightarrow y}$$

On peut enfin décomposer ces mesures selon les délais. On introduit alors l'effet de Y_{t-j} sur X_t conditionnellement au passé X_{t-1}, Y_{t-j-1} . Celui-ci peut être mesuré par :

$$C_{y \rightarrow x}^{(j)} = \log \left[\frac{\det V\mathcal{E}(X_t / \bar{X}_{t-1}, \bar{Y}_{t-j-1})}{\det V\mathcal{E}(X_t / \bar{X}_{t-1}, \bar{Y}_{t-j})} \right] \quad j \geq 0$$

avec

$$C_{x,y} = C_{x \leftrightarrow y} + \sum_{j=1}^{\infty} C_{y \rightarrow x}^{(j)} + \sum_{j=1}^{\infty} C_{x \rightarrow y}^{(j)}$$

On peut alors calculer des *délais moyens unidirectionnels* selon :

$$D_{x \rightarrow y} = \frac{\sum_{j=1}^{\infty} j \cdot C_{x \rightarrow y}^{(j)}}{\sum_{j=1}^{\infty} C_{x \rightarrow y}^{(j)}}$$

$$D_{y \rightarrow x} = \frac{\sum_{j=1}^{\infty} j \cdot C_{y \rightarrow x}^{(j)}}{\sum_{j=1}^{\infty} C_{y \rightarrow x}^{(j)}}$$

et pour le *délai moyen global* :

$$D = D_{x \rightarrow y} \cdot \frac{C_{x \rightarrow y}}{C_{x,y}} + D_{y \rightarrow x} \cdot \frac{C_{y \rightarrow x}}{C_{x,y}}$$

ANNEXE 3

PRIX DE PRODUCTION DES INDUSTRIES AGRO-ALIMENTAIRES

taux de croissance trimestriel – en pourcentage

**PRIX DE PRODUCTION DES BIENS DE CONSOMMATION
(y compris équipement ménager)**

taux de croissance trimestriel – en pourcentage

PRIX DE PRODUCTION DES BIENS INTERMÉDIAIRES

taux de croissance trimestriel – en pourcentage

PRIX DE PRODUCTION DES BIENS D'ÉQUIPEMENT PROFESSIONNELS

taux de croissance trimestriel – en pourcentage

PRIX DE PRODUCTION DE L'AUTOMOBILE ET DES TRANSPORTS TERRESTRES

taux de croissance trimestriel – en pourcentage

PRIX DE PRODUCTION DES PRODUITS MANUFACTURÉS

taux de croissance trimestriel – en pourcentage

ANNEXE 4

**L'ENQUÊTE DE LA BANQUE DE FRANCE SUR LA DURÉE
D'UTILISATION DES ÉQUIPEMENTS ¹**

Depuis 1989, la Banque de France réalise une enquête annuelle sur la durée d'utilisation des équipements productifs. Cette enquête est conduite de septembre à novembre et recueille les réponses de plus de 2 000 chefs d'établissements industriels. Outre un descriptif de l'identité de l'établissement, le questionnaire comporte des rubriques destinées à recevoir des informations concernant :

- les effectifs de l'établissement et la durée du travail,
- les arrêts d'exploitation hebdomadaires ainsi que ceux intervenus au cours de l'année précédant la période de référence, classés en fonction des motifs d'interruption de l'activité,
- les évolutions passées et prévues de la durée d'utilisation des équipements productifs de l'établissement, les modalités de ces évolutions et les obstacles à un éventuel allongement,
- le recours au travail posté et ses diverses formes,
- les marges de capacités de production inutilisées, selon trois définitions distinctes :
 - sans modification de la durée du travail, des effectifs et du recours au travail posté,
 - avec augmentation éventuelle des effectifs et de la durée du travail dans les limites rentables
 - avec augmentation éventuelle des effectifs, de la durée du travail, et du recours au travail posté.

¹ Cette présentation est reprise, pour l'essentiel, de G. Cette et C. Godin [1992].

EFFICACITÉ DU CAPITAL, TENSIONS ET CROISSANCE DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE FRANÇAISE ¹

Il est important de savoir si l'actuelle reprise pourrait amener des tensions excessives sur l'utilisation des équipements. Celles-ci pourraient être à l'origine de pressions inflationnistes, et limiter la reprise dans son ampleur ou sa durée. Il ressort de la présente analyse les principaux enseignements suivants.

- La remontée du taux d'utilisation des capacités de production en 1994 apparaît assez logique. Avec l'allongement de la durée d'utilisation des équipements, elle a permis un ajustement rapide de l'offre des entreprises à la progression de la demande.
- Compte tenu des niveaux encore très raisonnables des taux d'utilisation, des potentialités encore fortes d'allongement de la durée d'utilisation des équipements et de redimensionnement progressif de l'outil de production, les taux d'utilisation ne devraient pas atteindre des niveaux alarmants à court-moyen terme, sauf si l'actuelle reprise se redynamisait durablement et à un rythme très soutenu dans l'industrie.

GILBERT CETTE

*Direction des Études économiques et de la Recherche
Service d'Études macroéconomiques sur la France*

¹ Cette étude a fait l'objet d'une présentation à l'occasion de la « Conference on Medium Term and Economic Assessment – Helsinki – 7-9 juin 1995 ». L'auteur appartenait à l'INSEE lors de sa réalisation. Le travail informatique de cette étude a été réalisé par Olivier Lepan.

■ La reprise économique en cours, et la montée des taux d'utilisation qui l'a accompagnée, amènent à s'interroger sur les rythmes de croissance auxquels est adapté l'outil de production installé dans les entreprises. Plus exactement, les périodes de reprise économique se caractérisant généralement par une accentuation des tensions sur l'offre, il est important de savoir si l'actuelle reprise pourrait amener des tensions excessives sur l'utilisation des équipements. De telles tensions pourraient alors être à l'origine de pressions inflationnistes, et limiter la reprise dans son ampleur ou sa durée. Pour bien comprendre la dynamique des tensions, il est nécessaire, à l'aide d'un cadre d'analyse simple, de rappeler les principaux facteurs qui concourent à l'offre.

■ La dynamique des capacités de production est comptablement liée à celles du stock de capital productif fixe et de l'efficacité apparente de ce capital.

■ Compte tenu des délais des décisions d'investir, puis d'installation et de mise en œuvre des investissements, la *dynamique du stock d'équipements* est très inerte. Pour cette raison, une accélération même très importante de l'investissement peut, dans certains cas, être insuffisante à assurer une bonne adaptation des capacités de production à une éventuelle reprise.

■ L'exemple de la fin des années quatre-vingt est très instructif à cet égard. Les deux années de forte croissance en 1988 et 1989 (la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière ayant progressé de, respectivement, 5,9 % et 5,1 %) ont amené une augmentation très vive des tensions dans l'utilisation des capacités de production (le taux d'utilisation des capacités de produc-

tion industrielles est passé de 85,3 % en 1987 à 89,0 % en 1989 ¹), malgré une accélération marquée de l'investissement (en moyenne annuelle sur les deux années 1988 et 1989, environ 9,0 %).

■ L'*efficacité apparente du capital* ne correspond pas aux réelles potentialités productives de l'outil de production. Entre ces deux notions interviennent les degrés d'utilisation des équipements ² : les quantités produites par une même installation dépendent de la durée (en termes d'heures) et du taux (durant une même heure) de son utilisation. Ainsi, une inflexion de l'efficacité apparente du capital peut être causée par la variation des degrés d'utilisation. Dans ce cas, elle n'est pas la conséquence d'une modification des performances productives potentielles des équipements.

■ La présente note se propose de fournir quelques éléments d'analyse sur l'articulation entre l'efficacité et les degrés d'utilisation du capital, et la dynamique des capacités de production, dans l'industrie manufacturière française, sur la période 1957-1994. On analyse tout d'abord empiriquement les grandes tendances de l'efficacité du capital et l'influence des degrés d'utilisation sur les évolutions constatées (cf. 1.), avant d'articuler les tensions et la dynamique de l'offre sur le plan théorique (cf. 2.), puis empirique sur les années récentes (cf. 3.), pour

¹ Soit le maximum historique pour cette variable depuis qu'elle est statistiquement suivie, c'est-à-dire depuis le début des années soixante. Les indications chiffrées fournies dans cette note concernant le taux d'utilisation des capacités de production se rapportent à l'indicateur construit par l'INSEE. Les évolutions du taux d'utilisation sont décrites dans le graphique 2.

² Sur les degrés d'utilisation et leur mesure, cf. le numéro spécial qu'*Économie et Statistique* a réservé à ce thème (INSEE, 1990).

fournir enfin quelques remarques
conclusives (cf. 4.).

1. Efficacité et utilisation du capital

L'élaboration d'un diagnostic sur l'évolution de l'efficacité du capital est rendue particulièrement délicate par la fragilité de toute construction de séries de capital productif fixe. Une telle fragilité tient à deux raisons principales.

- Le partage volume-prix sur les séries longues d'investissement est difficile, et nécessite des choix méthodologiques conventionnels entre une logique « aux coûts des facteurs » et une logique « aux services producteurs ».

- La loi de mortalité des équipements productifs n'est pas directement observable. Aussi, la construction de séries de capital nécessite ici encore le choix de certaines conventions.

On retient ici les séries de capital productif fixe élaborées par les comptes nationaux. Cependant, les hypothèses de durée de vie moyenne des équipements sous-jacentes à cette construction apparaissent sans doute un peu longues au regard de diverses analyses empiriques. Or, le diagnostic sur l'évolution de l'efficacité du capital est grandement influencé par ces hypothèses de durée de vie : sur la période 1970-1993, il est d'autant plus pessimiste que l'on suppose une durée de vie plus longue (cf. G. Cette, 1993).

L'efficacité apparente du capital « EAK » est le rapport entre la valeur ajoutée « Q » et le stock de capital productif fixe ¹ installé dans les entreprises en fin d'année précédente « K₋₁ » ² :

[1] $EAK = Q / K_{-1}$, soit en notant par des minuscules les logarithmes des variables :

[1'] $eak = q - k_{-1}$

Les évolutions de l'efficacité apparente du capital (représentées sur le graphique 1) sont influencées par celles des degrés d'utilisation. Aussi, l'analyse de ces évolutions est basée sur l'estimation économétrique, sur données annuelles, de la relation :

[2] $eak = \alpha_1.t + \alpha_2.t_r + \alpha_3.tu + \alpha_4.due + cte$, soit en taux de croissance :

[2'] $\Delta eak = \alpha_1 + \alpha_2.\Delta t_r + \alpha_3.\Delta tu + \alpha_4.\Delta due$

où « t » représente la variable temporelle, « t_r » une variable de rupture temporelle valant zéro avant la date « r » et évoluant ensuite d'une unité par an, « tu » et « due » le logarithme respectivement du taux d'utilisation des capacités de production et de la durée d'utilisation des équipements ³, et « cte » le terme constant.

Les résultats de ces estimations sont fournis dans les tableaux 1A et 1B. Il en ressort les principaux enseignements suivants.

- Une grande cohérence apparaît en général entre les estimations sur les variables en niveau (relation [2], cf. tableau 1A) et sur les variables en taux de croissance (relation [2'], cf. tableau 1B). Cela renforce les éléments de diagnostic qui suivent.

- L'efficacité apparente du capital a connu deux grandes phases sur la période : de 1957 à 1971, une augmentation au taux moyen de 2,2 %, suivie, de 1971 à 1994, d'une baisse au taux moyen de 1,3 %. Notons que les tests économétriques réalisés ne font apparaître comme significative que cette seule rupture de 1971 dans l'évolution de l'efficacité apparente du capital.

¹ Il s'agit ici de capital productif fixe total : en matériels et en bâtiments. Les séries de valeur ajoutée et de capital sont celles de la comptabilité nationale, avec une articulation de diverses bases comptables réalisée par nous.

² Ce décalage est introduit afin de prendre en compte les délais d'installation et de mise en œuvre des équipements.

³ La construction de l'indicateur de durée d'utilisation des équipements est détaillée dans un encadré spécifique. Les évolutions de cet indicateur sont décrites par le graphique 3.

– La prise en compte des degrés d'utilisation (taux et durée) du capital améliore nettement le diagnostic concernant l'efficacité du capital. Si l'on contraint l'élasticité par rapport à chacun des deux indicateurs des degrés à être unitaire ($\alpha_3 = \alpha_4 = 1$)¹, alors l'efficacité du capital ne progresse de 1,9 % sur la première sous-période, et baisse de 0,8 % sur la seconde. Si l'on ne contraint pas l'élasticité des degrés, l'augmentation est de 2,0 % sur la première sous-période et la baisse de 1,1 % sur la seconde.

– L'élasticité « α_3 » de l'*output* par rapport au taux d'utilisation des équipements n'apparaît pas significativement différente de l'unité dans les estimations avec rupture d'efficacité en 1971. Si ce résultat empirique correspond bien à l'intuition, il faut souligner qu'il résulte aussi de l'influence contradictoire de deux biais d'estimation probables :

. la mesure des « *tu* » est effectuée à partir d'informations d'enquêtes conjoncturelles, et elle est inévitablement entachée d'erreurs non négligeables. Une telle erreur de mesure pourrait biaiser l'estimation de l'élasticité « α_3 » vers zéro ;

. la valeur estimée de l'élasticité « α_3 » doit aussi être mise en relation avec certaines erreurs de mesure du stock de capital fixe. Pour construire des séries de capital, les comptes nationaux supposent une invariance temporelle des lois de mortalité des équipements. Or, dans la réalité économique, les chefs d'entreprise accélèrent sans doute les déclassements de leurs équipements anciens en période de basse conjoncture (quand les taux d'utilisation moyens sont faibles), et les ralentissent au contraire en période de forte conjoncture (quand les taux d'utilisation moyens sont forts)². En conséquence de cette erreur de mesure des indicateurs de la comptabilité nationale, l'estimation de l'élasticité « α_3 » est sans doute entachée d'un biais, jouant dans le sens (inverse du biais précédent) d'une surestimation de la valeur théorique.

– L'élasticité « α_4 » de l'*output* par rapport à la durée d'utilisation apparaît en général significativement inférieure à l'unité, dans les estimations avec rupture, ce qui peut traduire des erreurs de mesure importantes sur cette variable, tout particulièrement en début de période (cf. encadré).

– Lorsque l'on considère les variables en niveau, la faible corrélation (non significative, cf. tableau 2) entre les variables « *tu* » et « *due* » explique que la prise en compte de l'une de ces variables n'affecte pas l'estimation de l'élasticité de l'autre. Cette observation suggère une absence de redondance entre les niveaux des deux indicateurs³. En conséquence, la prise en compte simultanée de ces deux indicateurs de degrés d'utilisation du capital paraît légitime. Cependant, en évolution, la corrélation entre les variables « *tu* » et « *due* » est assez forte (cf. tableau 2). Ceci est conforme à l'intuition et à divers travaux antérieurs : lorsque les tensions s'élèvent, les chefs d'entreprise dégagent de nouvelles capacités de production par un allongement de la durée d'utilisation⁴. On constate néanmoins une grande cohérence, pour l'ensemble des élasticités estimées, dans le cadre du modèle avec rupture « t_f », entre les estimations sur variables en niveau ou en variation.

¹ Une telle contrainte revient à supposer que l'élasticité de l'*output* est la même par rapport au facteur productif capital considéré dans sa dimension stock ou dans sa dimension flux. S. Cueva et E. Heyer (1995) parviennent empiriquement à un tel résultat sur données sectorielles françaises.

² Un tel comportement, parfois nommé décélérateur de déclassements, a pu être mis en valeur par des estimations économétriques menées sur échantillons d'entreprises (cf. par exemple J. Mairesse et B. Dormont, 1985), ou sur des observations monographiques (cf. par exemple S. K. Lioukas, 1987).

³ Une telle absence de redondance a été vérifiée par E. Heyer (1990) à partir d'un rapprochement des réponses individuelles d'entreprises à des enquêtes concernant le taux et la durée d'utilisation des équipements.

⁴ Sur ces aspects, cf. par exemple : D. Anxo et alii (1995).

2. L'ajustement de l'offre

Les résultats qui précèdent confirment que l'ajustement de la production des entreprises à la demande qui leur est adressée peut se faire au moyen de variations du stock de capital fixe (K), de l'efficacité potentielle horaire (EPHK), de la durée (DUE) ou du taux (TU) d'utilisation. Cependant, ces divers facteurs sont plus ou moins inertes et présentent donc des possibilités d'ajustement diversifiées à des fluctuations de la demande.

– Compte tenu des délais entre la décision d'investir et la mise en œuvre opérationnelle des investissements¹, le stock d'équipements s'ajuste lentement et avec retard à une variation imprévue de la demande. On peut illustrer cette inertie par l'exemple suivant. Compte tenu du taux d'accumulation et du taux de déclasserment prévalant en 1994, il aurait fallu une croissance de l'investissement industriel de plus de 80 % pour répondre, sans tensions supplémentaires sur les capacités, à la progression de valeur ajoutée industrielle de + 5,1 % cette année (si l'on fait abstraction du décalage de temps entre l'investissement et la disponibilité des capacités de production nouvelles). À titre de comparaison, rappelons que, depuis le début des années cinquante, la croissance de l'investissement industriel la plus forte a été d'environ 25 % en 1969. À court terme, l'ajustement de l'offre doit donc se faire par d'autres voies qu'une variation du stock de capital.

– L'efficacité potentielle horaire du capital dépend principalement d'aspects technologiques. Elle ne peut à ce titre constituer réellement une variable d'ajustement de la production aux évolutions de la demande. De plus, son évolution décroissante depuis la fin des années soixante-dix (cf. graphique 1) pèse négativement sur la croissance des quantités produites.

– La durée d'utilisation des équipements dépend principalement de deux éléments : la durée du travail et le recours au travail posté². La durée du travail peut rapidement être modulée, dans des proportions qui demeurent cependant limitées par des obligations légales ou contractuelles. Le recours au travail posté peut connaître des variations importantes, qui nécessitent néanmoins des délais plus ou moins longs d'organisation et de mise en œuvre. Aussi, l'ajustement de l'offre au moyen de variations de la durée d'utilisation des équipements peut être, sur le court terme, sans doute plus rapide et important qu'au travers de variations du stock de capital. Mais à moyen terme, du fait de la pénibilité des horaires de travail associés à de longues durées d'utilisation ainsi que des surcoûts liés aux heures supplémentaires et au recours aux formes les plus intensives du travail posté, l'adaptation du stock de capital doit progressivement prendre le relais des variations de la durée d'utilisation.

– Les taux d'utilisation des capacités de production connaissent des variations parfois très importantes d'une année sur l'autre, autour d'une valeur moyenne représentant les conditions « normales » de leur utilisation.

Aussi, en cas de choc de demande, l'efficacité potentielle horaire étant plutôt inerte, l'ajustement de l'offre se ferait essentiellement, à court terme, par une variation du taux d'utilisation des capacités de production, ainsi que, dans une mesure moindre, par une variation de la durée d'utilisation. À moyen terme, il se ferait surtout par un redimensionnement du stock de capital installé, ainsi que par une adaptation lente de la durée d'utilisation, le taux d'utilisation revenant progressivement à son niveau moyen.

¹ Tenant aux délais de prise de décision, de choix de l'investissement, de détermination de son financement, ... , puis de son installation et de sa mise en œuvre de l'investissement

² C'est-à-dire au travail en équipes successives, qui permet à la durée d'utilisation des équipements d'être plus longue que la durée du travail

3. La dynamique des tensions dans le cycle économique

L'analyse précédente éclaire la dynamique de l'offre durant les évolutions cycliques observées sur les dernières années. En supposant une élasticité unitaire de la valeur ajoutée par rapport aux deux degrés d'utilisation, on observe les évolutions suivantes (cf. tableau 2).

– Les deux années de forte croissance en 1988 et 1989 (la valeur ajoutée ayant progressé de, respectivement, 5,9 % et 5,1 %) ont amené une augmentation prononcée des tensions dans l'utilisation des capacités de production : le taux d'utilisation est passé de 85,3 % en 1987 à son maximum historique de 89,0 % en 1989 et la durée d'utilisation s'est assez sensiblement allongée (cf. encadré). La croissance du stock de capital s'est accélérée de façon très progressive (pour passer de 2,1 % en 1987 à 3,4 % en 1990) malgré une croissance soutenue de l'investissement (d'environ 9,0 % en moyenne annuelle sur les deux années 1988 et 1989).

– Le ralentissement de la croissance de 1990 à 1992 et surtout en 1993 (la valeur ajoutée ayant été stable en moyenne sur les trois années 1990-1992, avant de chuter fortement en 1993) a amené un retournement à la baisse des tensions (le taux d'utilisation est descendu jusqu'à 79,6 % en 1993 soit, avec l'année 1975, le minimum historique de cette variable). La durée d'utilisation a encore connu un allongement en 1990 et 1991, avant de se stabiliser en 1992 et de diminuer fortement (1,8 %) en 1993. De son côté, la croissance du stock de capital s'est progressivement ralentie (tout en demeurant positive à 1,1 % en 1993), du fait de la baisse de l'investissement (qui dépasse 25 % sur les trois années 1991-1993).

– La reprise de 1994 (la valeur ajoutée ayant augmenté de 5,1 %) s'est accompagnée d'un nouveau retournement à la hausse des tensions (3,1 %). La durée d'utilisation a retrouvé rapidement une orientation à l'allongement, qui demeure encore mesurée (1,5 %), mais qui a permis de dégager de nouvelles capacités de production. La croissance du stock de capital, très inerte, s'est encore légèrement ralentie (0,9 %).

Même si elle a pu surprendre par sa rapidité, la remontée des taux d'utilisation en 1994 ne débouche pas sur de fortes tensions sur les capacités de production au terme de cette première année de reprise. En effet, avec un niveau de 83,8 % en fin d'année, ils n'avaient pas encore totalement rattrapé leur moyenne de longue période de 84,5 %. Ce niveau moyen de long terme a été atteint au premier trimestre 1995, le taux d'utilisation y restant ensuite stabilisé. Ainsi, au niveau des grands secteurs industriels, seuls les *biens intermédiaires* ont dépassé leur moyenne (s'établissant en fait à leur moyenne du dernier cycle), l'automobile l'atteignant tout juste. Les *biens d'équipement professionnels et de consommation*, quant à eux, affichent des taux d'utilisation encore en retrait par rapport à leur moyenne respective ¹.

¹ Une analyse détaillée des évolutions des taux d'utilisation des capacités de production sur la période récente est fournie dans *INSEE-Méthodes* (1995).

De ce qui précède, il ressort principalement les enseignements suivants.

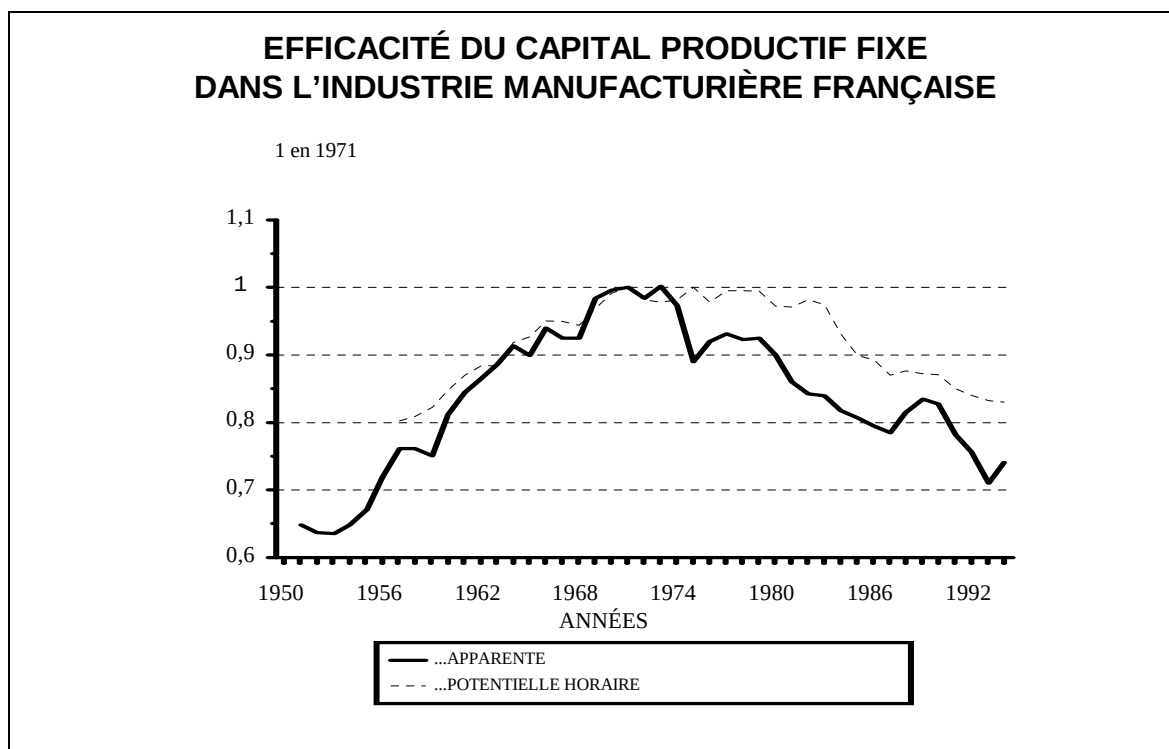
- L'ajustement de la production des entreprises à la demande qui leur est adressée peut se faire au moyen de variations du stock de capital fixe, de l'efficacité potentielle horaire, de la durée ou du taux d'utilisation, les trois dernières variables déterminant l'efficacité apparente du capital.

- Ces diverses variables sont plus ou moins inertes et présentent donc des possibilités d'ajustement diversifiées à des fluctuations de la demande. En cas de choc de demande, l'efficacité potentielle horaire étant plutôt inerte, l'ajustement de l'offre se ferait essentiellement, à court terme, par une variation du taux d'utilisation des capacités de production, ainsi que, dans une mesure moindre, par une variation de la durée d'utilisation. À moyen terme, il se ferait surtout par un redimensionnement du stock de capital installé, ainsi que par une adaptation lente de la durée d'utilisation, le taux d'utilisation revenant progressivement à son niveau moyen.

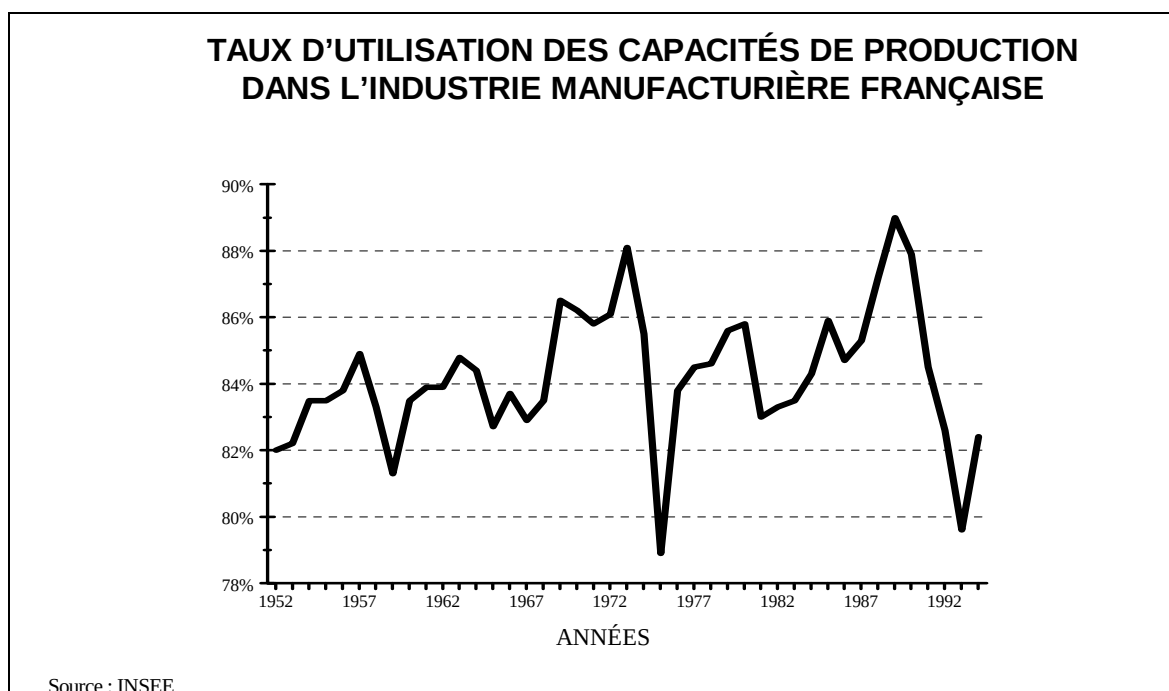
- La remontée du taux d'utilisation des capacités de production en 1994 apparaît assez logique. Avec l'allongement de la durée d'utilisation des équipements, elle a permis un ajustement rapide de l'offre à la progression de la demande adressée aux entreprises. Ce constat souligne toute l'importance des degrés d'utilisation du capital dans l'ajustement conjoncturel de la production.

- Compte tenu des niveaux encore très raisonnables des taux d'utilisation, des potentialités encore fortes d'allongement de la durée d'utilisation des équipements et, plus tardivement, de redimensionnement progressif de l'outil de production, les taux d'utilisation ne devraient pas atteindre des niveaux alarmants à court-moyen terme, sauf si l'actuelle reprise se redynamisait durablement et à un rythme très soutenu dans l'industrie.

Graphique 1



Graphique 2

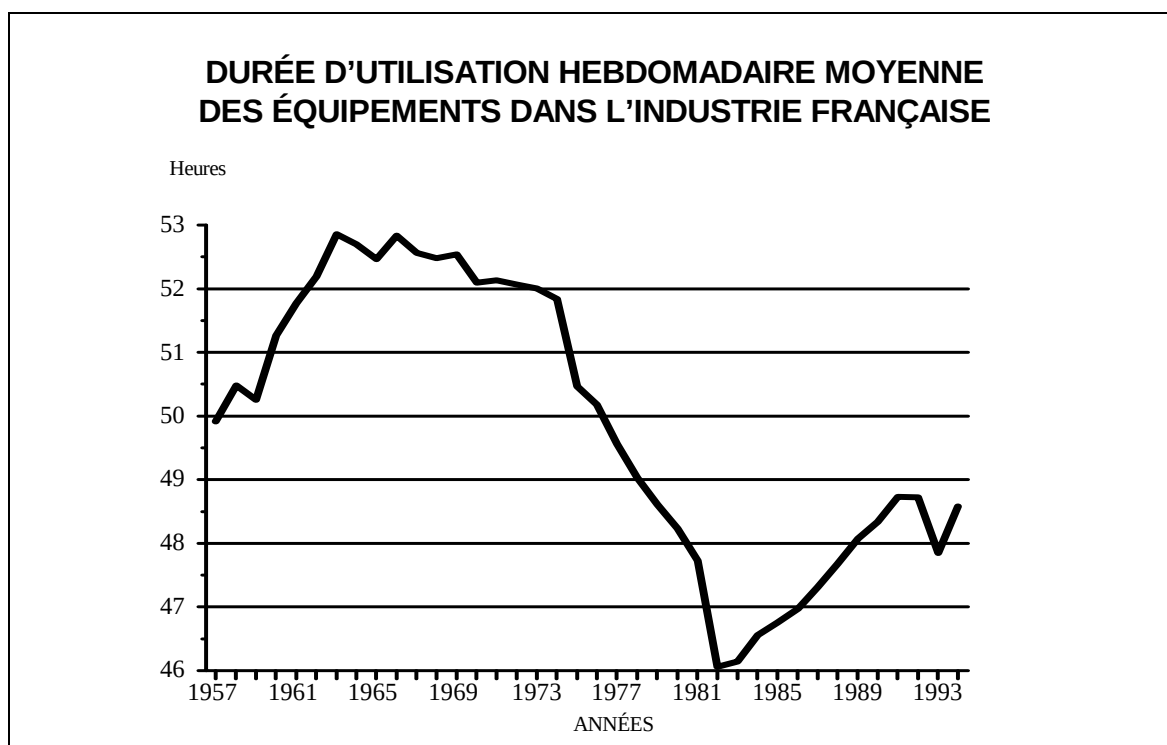


LA DURÉE D'UTILISATION DES ÉQUIPEMENTS DANS L'INDUSTRIE FRANÇAISE

La construction de la série de durée d'utilisation mobilise les diverses sources d'informations disponibles à cette fin¹. De 1957 à 1990, elle s'appuie sur des informations concernant la durée du travail et le recours au travail posté, provenant d'enquêtes réalisées (à intervalles très irréguliers pour le travail posté) par le ministère du Travail. Depuis 1990, l'information provient d'une enquête annuelle réalisée par la Banque de France. Cette enquête fournit une information sur les glissements annuels, transformés ici en évolutions moyennes annuelles. Pour cette raison, l'indicateur de durée d'utilisation est une mesure entachée d'erreurs plus importantes avant 1990 qu'après.

Les évolutions de la durée d'utilisation apparaissent surtout marquées par des tendances longues (cf. graphique 3). On constate ainsi qu'à partir du premier choc pétrolier et jusqu'en 1982, la durée d'utilisation hebdomadaire moyenne des équipements s'est fortement raccourcie : elle serait passée de 52 heures à 46 heures environ (soit une réduction de trois quarts d'heure, ou 1,5 %, par an). Cette baisse est liée, simultanément, à une diminution de la durée hebdomadaire du travail et du recours au travail en équipes successives. La durée d'utilisation a connu ensuite un allongement, jusqu'en 1991, principalement du fait du développement du travail posté (la durée du travail s'abaissant encore légèrement jusqu'en 1986 pour demeurer ensuite à peu près stabilisée), jusqu'à 49 heures environ (soit une augmentation de vingt minutes, ou 0,7 %, par an). En 1992, la durée d'utilisation s'est stabilisée pour diminuer ensuite fortement en 1993 (près d'une heure, soit environ 1,8 %). Elle s'est ensuite sensiblement allongée en 1994 (trois quarts d'heure, soit environ 1,5 %). Le niveau retrouvé par la durée d'utilisation en 1994 serait à peu près équivalent à celui de 1991-1992.

Graphique 3



¹ Les mesures disponibles de la durée d'utilisation des équipements sont hebdomadaires. La méthodologie de cette mesure est explicitée dans D. Anxo, G. Bosch, D. Bosworth, G. Cette, T. Sterner, D. Taddei (1995). Une comparaison internationale concernant la durée d'utilisation des équipements et proposée dans G. Cette et D. Taddei (1995).

Tableau 1 A

EFFICACITE ET UTILISATION DU CAPITAL DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIERE FRANÇAISE : QUELQUES ESTIMATIONS ECONOMETRIQUES SUR LES LOGARITHMES DES VARIABLES (a)						
Variable expliquée	Variables explicatives					R ² MSR x 10 ² DW
	t	t ₇₁	tu	due	cte	
q - k ₋₁	-0,291 x 10 ⁻² (-2,15)				4,942 (1,85)	0,114 0,83 0,15
	-0,332 x 10 ⁻² (-2,70)		1,652 (2,98)		6,022 (2,46)	0,294 0,68 0,10
	0,181 x 10 ⁻² (1,02)			1,573 (3,57)	-10,530 (-2,14)	0,351 0,63 0,14
	0,098 x 10 ⁻² (0,60)		1,420 (2,92)	1,412 (3,50)	-8,025 (-1,77)	0,481 0,52 0,13
	2,195 x 10 ⁻² (14,60)	-3,495 x 10 ⁻² (-17,30)			-43,892 (-14,85)	0,907 0,09 1,15
	2,024 x 10 ⁻² (19,03)	-3,287 x 10 ⁻² (-23,12)	0,901 (6,37)		-40,393 (-19,26)	0,958 0,04 0,68
	2,164 x 10 ⁻² (15,00)	-3,296 x 10 ⁻² (-15,33)		0,372 (2,10)	-44,761 (-15,70)	0,918 0,08 1,12
	1,999 x 10 ⁻² (20,76)	-3,108 x 10 ⁻² (-20,93)	0,886 (6,95)	0,340 (2,97)	-41,246 (-21,56)	0,966 0,03 0,72
(q - tu) - (k ₋₁ + due)	-0,016 x 10 ⁻² (-0,15)				-4,243 (-2,02)	0,001 0,52 0,07
	-0,028 x 10 ⁻² (-0,26)		0,488 (1,01)		-3,924 (-1,84)	0,029 0,52 0,12
	0,122 x 10 ⁻² (0,77)			0,460 (1,16)	-8,766 (-1,97)	0,038 0,51 0,09
	0,098 x 10 ⁻² (0,60)		0,420 (0,86)	0,412 (1,02)	-8,025 (-1,77)	0,058 0,51 0,13
	1,924 x 10 ⁻² (14,94)	-2,727 x 10 ⁻² (-15,76)			-42,344 (-16,73)	0,877 0,07 0,38
	1,951 x 10 ⁻² (14,59)	-2,760 x 10 ⁻² (-15,44)	-0,143 (-0,81)		-42,900 (-16,27)	0,879 0,07 0,37
	1,978 x 10 ⁻² (21,26)	-3,083 x 10 ⁻² (-22,23)		-0,664 (-5,81)	-40,793 (-22,18)	0,938 0,03 0,67
	1,999 x 10 ⁻² (20,76)	-3,108 x 10 ⁻² (-21,93)	-0,114 (-0,90)	-0,660 (-5,75)	-41,246 (-21,56)	0,940 0,03 0,72
Les nombres entre parenthèses correspondent aux t de Student des coefficients estimés. (a) Période d'estimation : 1957-1994, en données annuelles Champ : industrie manufacturière française						

Tableau 1 B

EFFICACITÉ ET UTILISATION DU CAPITAL DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE FRANÇAISE : QUELQUES ESTIMATIONS ÉCONOMÉTRIQUES SUR LES DIFFÉRENCES PREMIÈRES DES LOGARITHMES DES VARIABLES (a)					
Variable expliquée	Variables explicatives				R^2 MSR x 10 ² DW
	$\Delta t = \text{cte}$	Δt_{71}	Δt_u	Δt_{due}	
$\Delta[q - k_{-1}]$	-0,014 x 10 ⁻² (-0,04)		1,127 (7,86)		0,639 0,05 1,17
	-0,038 x 10 ⁻² (-0,08)			1,619 (4,24)	0,339 0,09 1,52
	0,005 x 10 ⁻² (0,02)		0,949 (6,53)	0,806 (2,81)	0,707 0,04 1,17
	2,068 x 10 ⁻² (2,31)	-3,351 x 10 ⁻² (-3,02)			0,207 0,10 2,16
	1,941 x 10 ⁻² (4,32)	-3,018 x 10 ⁻² (-5,41)	1,093 (10,24)		0,806 0,03 2,23
	1,603 x 10 ⁻² (2,10)	-2,543 x 10 ⁻² (-2,65)		1,411 (3,91)	0,452 0,07 1,87
	1,769 x 10 ⁻² (4,19)	-2,732 x 10 ⁻² (-5,16)	0,972 (8,84)	0,563 (2,54)	0,838 0,02 2,15
$\Delta[(q - t_u) - (k_{-1} + due)]$	0,010 x 10 ⁻² (0,03)		-0,094 (-0,72)		0,045 0,04 0,19
	0,007 x 10 ⁻² (0,02)			-0,237 (-0,93)	0,024 0,04 1,18
	0,005 x 10 ⁻² (0,02)		-0,051 (-0,35)	-0,194 (-0,68)	0,028 0,04 1,17
	1,622 x 10 ⁻² (3,72)	-2,474 x 10 ⁻² (-4,57)			0,374 0,03 1,94
	1,636 x 10 ⁻² (3,77)	-2,511 x 10 ⁻² (-4,66)	-0,122 (-1,18)		0,398 0,02 1,92
	1,778 x 10 ⁻² (4,27)	-2,738 x 10 ⁻² (-5,24)		-0,461 (-2,34)	0,460 0,02 2,16
	1,769 x 10 ⁻² (4,19)	-2,732 x 10 ⁻² (-5,16)	-0,028 (-0,26)	-0,437 (-1,97)	0,462 0,02 2,15
Les nombres entre parenthèses correspondent aux t de Student des coefficients estimés (a) Période d'estimation : 1957-1994, en données annuelles Champ : industrie manufacturière française					

Tableau 2

EFFICACITÉ ET UTILISATION DU CAPITAL DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE FRANÇAISE : QUELQUES CORRÉLATIONS PARTIELLES ENTRE LES VARIABLES période 1957-1994 <i>(en données annuelles)</i>					
	t	due	tu	q - k ₋₁	(q - tu) - (k ₋₁ + due)
t		-0,748	0,111 (c)	-0,338 (a)	-0,025 (c)
due	-0,640		0,007 (c) 0,434	0,575 0,582	0,146 (c) -0,155 (c)
tu	-0,129 (c)	0,144 (c) 0,427 (a)		0,383 (a) 0,792	0,164 (c) -0,121 (c)
q - k ₋₁	-0,947	0,693 0,547	0,378 (b) 0,883		0,852 0,408 (a)
(q - tu) - (k ₋₁ + due)	-0,925	0,367 (b) -0,503 (a)	0,047 (c) -0,331 (c)	0,870 0,001 (c)	
période 1971-1994 Les corrélations indiquées correspondent, sur la première ligne, aux logarithmes des variables, et sur la seconde ligne aux différences premières des logarithmes des variables. Champ : industrie manufacturière française (a), (b) et (c) signifient que la corrélation n'est pas significative aux seuils de, respectivement, 1 %, 5 % et 10 %.					

Tableau 3

UNE DÉCOMPOSITION COMPTABLE DE LA DYNAMIQUE DE L'OFFRE DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE FRANÇAISE <i>(taux de croissance annuels moyens en pourcentage)(a)</i>											
	Calcul	Moyenne 1980-1989	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
(1). Efficacité apparente du capital	(9) - (8) ₋₁	-1,0	-1,6	-1,2	3,8	2,4	-0,8	-5,7	-2,5	-8,1	4,0
(2). Efficacité potentielle horaire du capital	(1) - (3) - (4)	-1,3	-0,7	-2,7	0,8	-0,5	-0,1	-2,6	-0,2	-2,7	-0,6
(3). Taux d'utilisation des capacités de production		0,4	-1,4	0,7	2,2	2,0	-1,2	-3,9	-2,3	-3,7	3,1
(4). Durée d'utilisation des équipements		-0,1	0,5	0,7	0,8	0,8	0,5	0,8	-0,0	-1,8	1,5
(5). Investissement		3,6	8,7	5,7	11,9	5,8	9,0	-5,6	-5,5	-16,9	-1,0
(6). Taux d'accumulation (niveau, en %)		5,8	5,9	6,2	6,7	6,9	7,4	6,7	6,2	5,0	5,0
(7). Taux de déclassement (niveau, en %)		3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	3,9	3,9	3,9	4,0
(8). Capital	(6) - (7)	2,0	1,9	2,1	2,7	3,0	3,4	2,8	2,2	1,1	0,9
(9). Valeur ajoutée		0,9	0,0	0,7	5,9	5,1	2,1	-2,4	0,3	-5,9	5,1
(a) Les taux de croissance sont en fait approximés dans ce tableau par des variations de logarithme, ce qui conduit à sous-estimer de 0,1 point à 0,2 point les taux de croissance supérieurs à 3 %.											

ÉLÉMENTS DE BIBLIOGRAPHIE

D. Anxo, G. Bosch, D. Bosworth, G. Cette, T. Sterner et D. Taddei (dir.), « Utilisation des équipements et horaires de travail », *INSEE-Méthodes*, n° 49-50-51, 1995.

G. Cette, « L'évolution de l'efficacité du capital fixe des entreprises sur les deux dernières décennies », *Économie appliquée*, Tome XLVI, n°1. Une version un peu résumée de cet article a été reprise sous le titre : « Efficacité du capital fixe des entreprises et croissance économique », *Problèmes économiques*, n° 2350, 17 novembre 1993.

G. Cette et D. Taddei, « Durée d' utilisation des équipements industriels : mesures et éléments de comparaison internationale », *Économie et Statistique*, n° 287, juillet 1995.

S. Cueva et E. Heyer, « Fonction de production et degrés d'utilisation du capital et du travail : une analyse économétrique », mimeo du GREFI, version du 26 février 1995.

E. Heyer, « Les taux d'utilisation des capacités de production : comparaison des enquêtes Banque de France et INSEE », mimeo Banque de France INSEE et Université d'Aix Marseille-II, septembre 1990.

INSEE, « Les degrés d'utilisation des facteurs de production », numéro d'*Économie et Statistique* consacré à ce thème, n° 231, avril 1990.

INSEE, « L'économie française, édition 1995 », Hachette, 1995.

S. K. Lioukas, « The Cyclical Behaviour of Capital Retirement : Some New Evidence », *Applied Economics*, n° 14, 1982.

J. Mairesse et B. Dormont, « Labor and Investment Demand at the Firm Level : a Comparison of French, German and US Manufacturing », *European Economic Review*, juin-juillet, vol. 28, n° 1/2, 1985.

DES TAUX À TERME POUR QUOI FAIRE ? – TROIS ILLUSTRATIONS SIMPLES

Après un bref rappel de la filiation dans laquelle se situe ce travail, on propose trois utilisations simples des taux d'intérêt à terme.

ROLAND RICART

PIERRE SICSIC

Direction des Études économiques et de la Recherche

Service d'Études macroéconomiques sur la France

Centre de Recherche

■ La première utilisation montre, sur la base de graphiques habituels de structure par terme des taux d'intérêt, comment un jugement sur les anticipations de taux peut être erroné s'il est réalisé à partir des taux actuariels.

■ La deuxième utilisation repose sur la décomposition des taux au comptant à cinq ans sous la forme d'une

succession de taux à terme d'une durée d'un an. Les variations du taux au comptant, entre deux dates, s'analysent ainsi comme une moyenne de variations d'anticipation.

■ La troisième utilisation permet de suivre, au cours du temps, l'évolution des anticipations pour un taux d'intérêt au comptant à une date donnée.

1. Quelques éléments sur le calcul des taux

Les taux à terme utilisés pour ce travail sont issus d'une méthodologie et de calculs présentés dans le numéro d'octobre du Bulletin ¹. Le but principal était alors d'estimer une structure par terme des taux d'intérêt à partir des cotations de titres publics français. On rappelle, ici, brièvement, les principales notions utilisées. En toute généralité, on peut distinguer trois types de taux d'intérêt.

Le *taux d'intérêt actuariel* est le plus connu. Il est associé au rendement de produits financiers distribuant des coupons comme les obligations. Ce taux d'intérêt correspond plus précisément au facteur d'actualisation qui égalise le prix d'un produit financier, tel qu'il est coté sur les marchés, et la somme actualisée des coupons restant à payer augmentée du capital emprunté. Ainsi, à chaque obligation de durée de vie résiduelle donnée correspond un taux de rendement actuariel. Une manière simple de représenter la structure par terme des taux d'intérêt est alors de classer, par durée de vie résiduelle croissante, ces taux d'intérêt.

Le *taux d'intérêt zéro-coupon* représente le taux de rendement d'un produit financier qui ne distribue pas de coupon jusqu'à son échéance. Tout comme les taux de rendement actuariels, les taux d'intérêt zéro-coupon peuvent être utilisés pour obtenir une structure par terme des taux d'intérêt. Il est, *a priori*, plus juste d'utiliser ces derniers pour mesurer la déformation des taux en fonction des échéances dans la mesure où ils ne sont pas sensibles aux coupons distribués. À la différence des produits avec coupon, les produits sans coupon cotés sur les marchés, comme les BTF, ne couvrent pas un spectre très large de maturités. Pour disposer d'une structure par terme plus étendue, on doit donc procéder à une estimation à partir de rendements de produits avec coupon.

Le *taux à terme* mesure, à une date donnée, le taux de rendement implicite retenu par les marchés pour un placement futur. Il est calculé à partir de taux d'intérêt zéro-coupon. Par exemple, le rendement d'un placement à deux ans (10 % par an) et celui d'un placement à un an (9 %) permettent de calculer le taux à terme (i_T) que les agents utilisent pour mesurer le rendement d'un placement sur un an dans un an. On peut poser que le rendement à deux ans est une moyenne de rendement à un an aujourd'hui et dans un an pour déduire que $i_T = 11$ %. D'une manière plus générale, un taux au comptant peut toujours s'écrire comme une moyenne d'un taux zéro-coupon et de taux à terme. Ainsi, un taux zéro-coupon à cinq ans peut s'exprimer comme la moyenne d'un taux zéro-coupon à un an et de quatre taux à terme à un an dans un an, deux ans..., quatre ans.

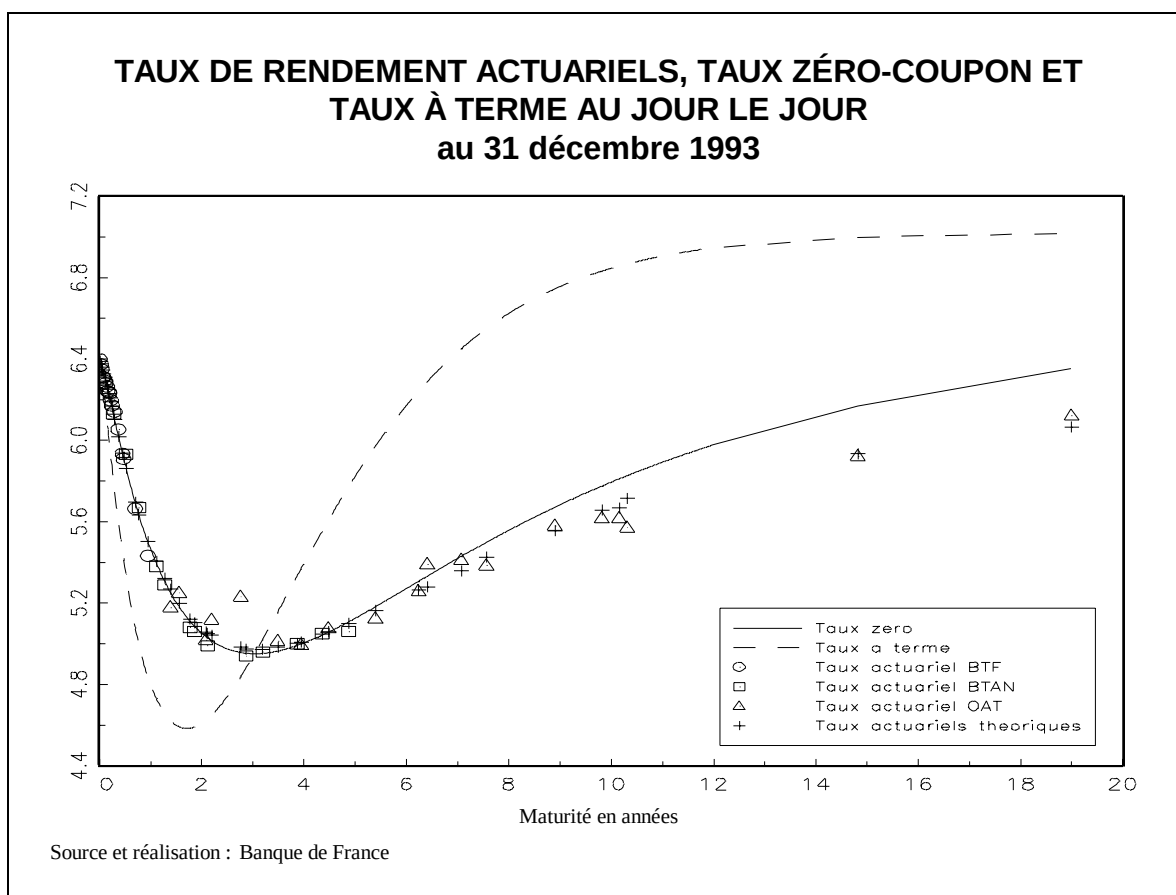
Les travaux menés pour l'estimation d'une structure par terme des taux d'intérêt montrent une grande similitude entre les taux actuariels et les taux zéro-coupon. Le diagnostic porté sur les taux sur la base de ces deux types d'informations est donc équivalent. Néanmoins, dans la mesure où la structure des taux zéro-coupon estimée est une fonction continue des maturités, elle permet, pour des taux d'intérêt observés un jour donné, de calculer des taux à terme pour des dates de départ et des dates de durée de contrat quelconques. C'est sur la base de cet avantage que sont présentés les trois exemples ci-après.

¹ Ricart R. et Sicsic P. (1995), « Estimation d'une structure par terme des taux d'intérêt sur données françaises », Banque de France, *Bulletin de la Banque de France*, n° 22, octobre 1995

2. Gains informatifs des taux à terme par rapport aux taux actuariels

La figure 1 présente, pour le 31 décembre 1993, les taux de rendement actuariels observés (O, □, △), estimés (+), les taux d'intérêt zéro-coupon (trait plein) et les taux à terme au jour le jour (pointillés). La comparaison entre les taux actuariels observés et les taux estimés permet de juger de la qualité de l'ajustement réalisé. L'écart entre la courbe de taux d'intérêt zéro-coupon et la courbe de taux de rendement actuariels estimée montre que les deux notions ne sont pas entièrement identiques. La différence est très faible pour les échéances inférieures à cinq ans mais s'accroît au-delà. Le taux à terme indique qu'il y avait anticipation de baisse continue des taux au jour le jour pendant un an et demi (jusqu'à mi-1994), suivie d'un retour au niveau du taux court observé au départ. Certes, la lecture de l'évolution des taux actuariels indique également qu'il y avait anticipation de baisse des taux courts. Cependant la disponibilité de taux à terme permet de mesurer la baisse anticipée, et de situer plus tôt le moment de retournement des anticipations par rapport au point minimum des taux au comptant (actuariels ou zéro-coupon). Autrement dit, à la lecture des taux actuariels baissant pour des durées de vie allant jusqu'à trois ans, on pouvait penser qu'il y avait anticipation de baisse continue pendant trois ans ; or les taux à terme montrent que la diminution anticipée des taux devait s'interrompre au bout d'un an et demi. L'anticipation des taux au jour le jour pour le début de 1995 était alors de 4,7 %.

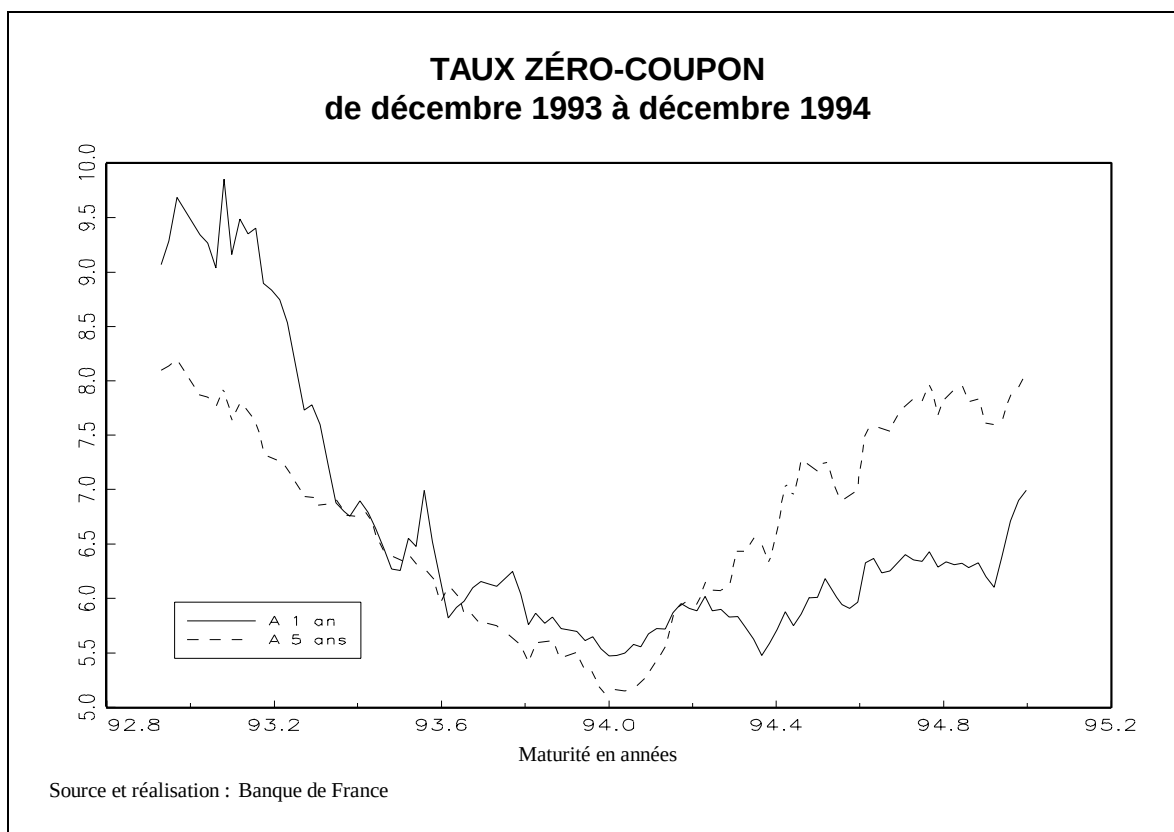
Figure 1



3. Anticipations d'évolution des taux

Cet exemple simple illustre les informations sur les anticipations que l'on pouvait tirer des taux estimés aux trois fins d'année 1992, 1993 et 1994. Le taux de rendement actuariel (observé) des BTAN à cinq ans à la fin du mois de décembre 1994 était revenu à un niveau très proche de celui du mois de décembre 1992, après avoir atteint un minimum à 5 %¹ ; le taux zéro-coupon (estimé) à cinq ans aux mois de décembre 1992 à 1994 était à 8,20 %, 5,11 % et 8,07 % (cf. figure 2).

Figure 2

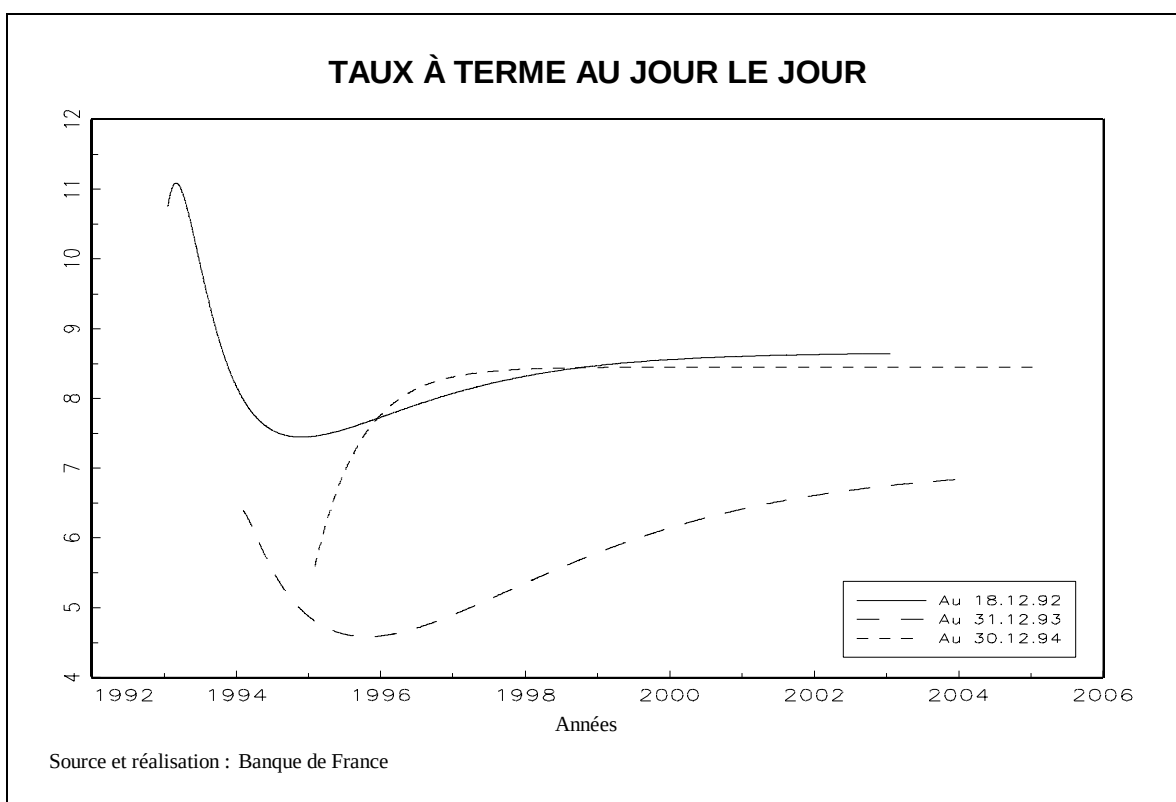


TAUX ZÉRO-COUPON ET TAUX À TERME						
Date d'estimation	Taux zéro-coupon	Taux à terme à un an				Taux zéro-coupon
	à 1 an	dans 1 an	dans 2 ans	dans 3 ans	dans 4 ans	à 5 ans
18 décembre 1992.....	9,68	7,59	7,58	7,92	8,22	8,20
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
31 décembre 1993.....	5,47	4,63	4,75	5,16	5,61	5,11
	1994	1995	1996	1997	1998	1999
30 décembre 1994.....	7,00	8,15	8,39	8,44	8,45	8,07
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
En italiques, année pendant laquelle le taux serait effectif. Le taux à 5 ans est une moyenne des taux des cinq colonnes précédentes.						

¹ Le taux de rendement actuariel du BTAN de durée de vie résiduelle la plus proche de cinq ans qui était de 8,21 % le 18 décembre 1992, a atteint un minimum à 5,06 % le 31 décembre 1993, et était égal à 8,03 % le 30 décembre 1994.

Au 18 décembre 1992, alors que le taux zéro-coupon à un an était de 9,68 %, les anticipations de taux à un an pour un horizon d'un à quatre ans s'échelonnaient dans une fourchette de 7,58 % à 8,22 % (cf. la première ligne du tableau précédent). Il y avait donc alors anticipation de baisse marquée et durable des taux à un an (les taux à terme restent à un niveau plus bas que le taux comptant). La figure 3 permet de visualiser ce résultat sur la base de taux à terme au jour le jour (courbe en trait plein), en notant que le taux anticipé à un an à une date donnée est la moyenne des taux anticipés au jour le jour pour l'année qui débute à cette date.

Figure 3

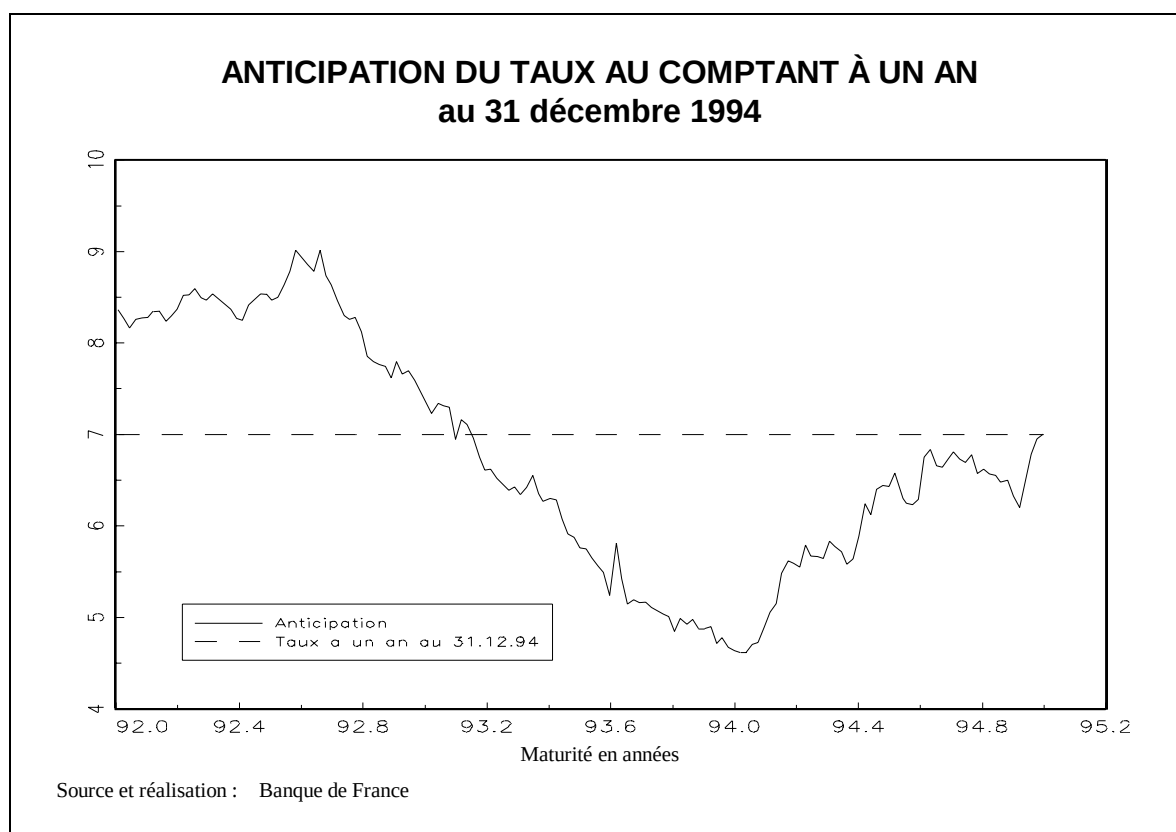


À la fin de l'année 1993, une fois la baisse des taux courts observée (les taux zéro-coupon à un an sont passés de 9,68 % fin décembre 1992 à 5,47 % fin décembre 1993), les anticipations de taux sont toujours orientées à la baisse à l'horizon d'un an (taux anticipé pour le début 1995) puis à la hausse pour des échéances plus éloignées. À la fin 1994, la configuration des taux a encore fortement changé. Le taux court s'est accru de près de 1,5 point et les anticipations de taux de plus de 3 points.

Au total, le taux au comptant à cinq ans à la fin de 1994 est presque égal à son niveau de la fin de 1992. Toutefois, on constate que les anticipations données par les taux à terme ont beaucoup varié sur la période.

4. Évolution des anticipations du taux comptant à un an au 31 décembre 1994

Figure 4



La figure 4 montre comment les marchés ont anticipé, entre le début 1992 et la fin 1994, le taux d'intérêt au comptant à un an au 31 décembre 1994 (qui s'établit finalement à 7 %). L'échelle de temps représente des années et des fractions d'années¹. Il apparaît, au cours de l'ensemble de l'année 1992, que les marchés ont systématiquement surestimé le taux à un an à valoir en décembre 1994. L'écart était dans l'autre sens, en 1993, significatif d'une forte anticipation de baisse. En 1994, les anticipations ont progressivement convergé vers le taux observé. Des renversements brutaux des anticipations sont donc intervenus durant les trois dernières années.

¹ Ainsi, 93.2 doit se lire comme étant le 12 mars 1993, 71^e jour de l'année ($70,1/360 = 0,2$ année).

Les différentes illustrations qui viennent d'être évoquées montrent que la disposition et l'usage régulier d'une courbe de taux zéro-coupon, et de son équivalent la courbe de taux à terme, permettent d'enrichir le diagnostic porté sur les taux d'intérêt. Cette amélioration repose sur deux facteurs essentiels. Le premier résulte du caractère quantitatif des taux à terme qui s'oppose à l'appréciation qualitative des anticipations portée à partir des seuls taux actuariels. Le second correspond au caractère plus précis de la datation des retournements ou des inflexions des anticipations de taux. L'écart de date entre un jugement porté à partir des taux actuariels et des taux à terme peut être supérieur à un an à l'avantage des derniers. Au-delà de ces constatations, la disponibilité d'une structure par terme cohérente des taux d'intérêt permet d'envisager d'autres axes de recherche. En premier lieu, il est indispensable d'évoquer la question de la prime de terme. Cette prime mesure l'écart entre un taux à terme et l'anticipation du taux au comptant que font les marchés financiers. Est-elle positive, négative, croissante avec l'échéance des taux ? La réponse à ces questions devrait permettre de passer d'un taux à terme à une prévision de taux futur. Un aspect international peut aussi être envisagé sur la base de comparaisons d'anticipation de taux d'intérêt entre différents pays.

TENSIONS DANS L'APPAREIL PRODUCTIF, DEGRÉS D'UTILISATION DES ÉQUIPEMENTS ET COMPORTEMENT D'INVESTISSEMENT¹

À partir d'échantillons d'environ 900 entreprises industrielles communes à deux enquêtes de la Banque de France, cette étude analyse les relations entre les degrés d'utilisation des équipements et le dynamisme des capacités de production. Au-delà d'une confirmation de résultats d'études antérieures, il ressort que les entrepreneurs utilisent de manière simultanée l'investissement et la variation de la durée d'utilisation des équipements afin que leur offre équilibre leur demande. En revanche, dès lors qu'ils jugent leur situation financière insuffisamment bonne et notamment leur endettement trop élevé, un effet de substitution apparaît au détriment de l'investissement.

ÉRIC HEYER
Université d'Aix-Marseille II
Ceders et Greffi

¹ Le présent article résume les résultats d'une étude réalisée à l'occasion d'un stage à la direction de la Conjoncture de la Banque de France. La direction scientifique du stage a été assurée par Gilbert Cette, Yves Lecoupeur et Sylvie Carat. Des résultats plus détaillés de l'étude sont fournis dans le rapport de stage (Heyer E. [1995]).

■ La forte hausse des taux d'utilisation des capacités productives observée en France tout au long de l'année 1994 ¹ conduit à s'interroger sur la possibilité d'apparition de tensions sur l'appareil productif susceptibles de brider la croissance. Dans quelle mesure la reprise de l'investissement faisant suite à des périodes de forte baisse permettrait-elle, du moins dans l'immédiat, d'éviter d'éventuels goulots d'étranglement ?

Disposant de données originales sur ce sujet, nous analysons les liens potentiels entre le comportement d'investissement des firmes et leur recours au travail posté, qui apparaissent comme les deux termes de l'alternative proposée à l'entrepreneur pour une capacité de production désirée.

■ Cette étude se singularise par l'utilisation de données individuelles qui permettent de prendre en compte la diversité des entreprises. Il sera ainsi possible d'exploiter les avantages intrinsèques, appréciables pour le sujet qui nous occupe, des données de panel. Plus généralement, ces informations permettront de compléter les résultats issus de l'estimation des fonctions de demande de facteurs ou de fonction de production. La dimension individuelle pourra être utilisée pour confirmer ou infirmer les relations statiques ou dynamiques entre les facteurs de production (travail, investissement, durée du travail et durée d'utilisation des équipements).

■ Nous avons mené notre étude sur cinq années considérées séparément (1990-1994) et sur l'ensemble de l'industrie ². La comparaison des résultats obtenus pour ces diverses années nous semble ici riche en enseignements dans la mesure où elles correspondent à des conjonctures différentes, voire opposées. Ainsi, suite à trois années de *boom* de l'investissement (+10 % par an), les années 1991-1992 sont marquées par un net ralentissement (– 10 % par an) qui aboutit sur l'année 1993 caractérisée par un fort décrochage (– 16 %) et enfin sur un début d'amélioration au cours de l'année 1994 (– 4 %).

■ Dans ce travail, nous précisons tout d'abord (cf. 1.) l'information disponible sur les entreprises en présentant les deux enquêtes de la Banque de France ici utilisées. Puis, nous rendons compte des principaux résultats tirés notamment d'une analyse en composantes principales menée sur les cinq années séparément (cf. 2.). Outre les déterminants structurels des degrés d'utilisation (cf. 2.1.), le comportement des responsables d'entreprises pour atteindre la capacité de production désirée (cf. 2.2.) est analysé par la suite.

¹ Le taux d'utilisation des capacités de production avec embauche dans l'industrie manufacturière tiré de l'enquête de conjoncture de l'INSEE s'élevait à 83,2 % en octobre 1994, contre 79,9 % en 1993. Le taux sans embauche dans l'industrie hors BTP et énergie, dans l'enquête mensuelle de la Banque de France, est passé de 77,9 % en octobre 1993 à 87,3 % en octobre 1994.

² Plus précisément, cette étude est menée sur les secteurs des industries agricoles et alimentaires (U02), des biens intermédiaires (U04), des biens d'équipement (U05), de l'automobile et autres transports terrestres (UATT) et des biens de consommation (U06).

1. Constitution du panel

1.1. Présentation des enquêtes Banque de France

Deux enquêtes sont ici mobilisées : l'enquête sur la durée d'utilisation des équipements (DUE) et l'enquête sur le comportement des entreprises (désignée également sous l'intitulé « enquête rapide de fin d'année – ERFA »).

1.1.1. Enquête DUE ¹

Depuis 1989, la Banque de France réalise, par l'intermédiaire de son réseau de succursales, une enquête annuelle sur la durée du travail et la durée d'utilisation des équipements productifs dans l'industrie. Cette enquête est conduite de septembre à novembre, et recueille les réponses de plus de 2 000 chefs d'entreprises industriels (cf. Cotte G., Kremer G. et Meyling M.-C. [1990] et Cotte G., Godin C. et Meyling M.-C. [1991]). Elle permet de répondre à une carence statistique concernant l'une des dimensions essentielles de l'activité productive : la durée d'utilisation des équipements (Taddei D. [1986]).

Sans se substituer aux enquêtes existantes, ce questionnaire comporte entre autres les informations concernant :

- les effectifs de l'établissement et la durée du travail,
- les évolutions passées et prévues de la durée d'utilisation des équipements productifs de l'établissement, les modalités de ces évolutions et les obstacles à un éventuel allongement,
- le recours au travail posté et ses diverses formes,
- les marges de capacité de production inutilisées selon trois définitions distinctes.

Ces informations permettent de mieux cerner l'évolution récente de la durée d'utilisation des équipements et l'intensité des contraintes que la situation conjoncturelle exerce sur l'utilisation des facteurs, ainsi que les liens entre ces degrés d'utilisation et la pratique du travail posté.

1.1.2. Enquête sur le comportement des entreprises (ERFA) ¹

Cette enquête est menée, elle aussi, par l'intermédiaire du réseau de succursales de la Banque de France auprès d'environ 5 000 entreprises de l'industrie. Elle ne porte pas, en niveau national du moins, sur les secteurs de l'énergie, du commerce et des services marchands. Recueillies en janvier et février de chaque année, les données portent sur les résultats comptables des entreprises des deux années précédentes (emplois moyens, chiffres d'affaires, exportations, investissements en immobilisations corporelles, immobilisations nouvelles financées par crédit bail, investissements immatériels, excédent brut d'exploitation). Elle s'intéresse largement au comportement ainsi qu'aux prévisions d'investissements des entrepreneurs pour l'année en cours ². Son originalité réside dans la simultanéité de renseignements à la fois quasi comptables, mais également de comportements. En effet, dans cette enquête, la Banque de France invite les entrepreneurs à déterminer l'incidence, sur leurs décisions d'investissement de l'année, de certains facteurs comme :

- la perspective d'évolution de la demande,
- le niveau de l'endettement,
- le niveau des taux d'intérêt.

¹ Le questionnaire de cette enquête figure dans Heyer E. [1995].

² Collectées dès le début de l'année, sans attendre l'arrêté des comptes de l'exercice, les données recueillies comportent une large part d'évaluation ; elles doivent donc être interprétées avec prudence, notamment en ce qui concerne l'investissement et l'excédent brut d'exploitation.

1.2. Croisement des enquêtes

Ces deux enquêtes de la Banque de France étant de nature différente, nous avons voulu les fusionner de manière à disposer d'un fichier plus exhaustif permettant de rendre compte des interdépendances entre le comportement d'investissement et les degrés d'utilisation des facteurs de production. Entre autres, la mise en évidence d'un cycle observé dans les statistiques des enquêtes de la Banque de France se rapportant à la DUE (baisse en 1993, forte hausse en 1994) couplée à l'information sur le comportement d'investissement des entrepreneurs tirée de l'ERFA, pourrait permettre d'observer une éventuelle substitution de la DUE à l'investissement et par conséquent, permettrait de mieux apprécier le problème des tensions rencontrée dans la sphère productive.

Dans cette optique, disposant du numéro SIREN ainsi que du code APE de chaque entreprise répondant à l'une de ces deux enquêtes, nous avons procédé à un tri par rapport à ces deux variables. Puis, après une dernière vérification consistant à confronter les effectifs à l'instant t et $t - 1$ des réponses se trouvant dans les deux sources, nous avons retenu les réponses communes aux deux fichiers. Cette opération a été menée pour les cinq années considérées. Après appariement, on dispose simultanément des informations provenant de ces deux sources. La taille du panel finalement retenu est décrit dans les tableaux ci-après par année.

Tableau 1

COMPARAISON DE LA TAILLE DES ÉCHANTILLONS 1990 à 1994					
(nombre d'entreprises)					
Enquête	1990	1991	1992	1993	1994
DUE.....	2 453	1 836	2 118	2 236	2 218
ERFA.....	5 824	6 090	6 649	5 568	11 893 (a)
Commune.....	688	749	823	980	855

(a) Le gestionnaire de l'enquête ERFA a procédé à une augmentation de la taille de l'échantillon en 1994 d'ampleur similaire à celle observée en 1986, soit environ 60 %.

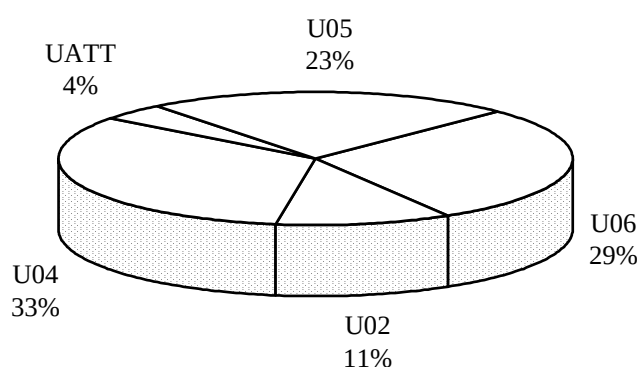
Les graphiques 1 à 4 nous renseignent sur la répartition des entreprises et des effectifs par secteur et par taille de l'échantillon commun pour l'année 1994¹. Le premier constat réside dans le fait que tous les secteurs sont présents dans le panel final. Plus précisément, et à la vue de l'analyse complète figurant dans Heyer E. [1995], on note une certaine homogénéité au cours du temps de ces répartitions. Ainsi, les entreprises du secteur des biens intermédiaires, comme celles des biens de consommation, représentent chacune environ 30 % de l'échantillon annuel. Un quart du fichier est formé par des entreprises des biens d'équipement professionnels et ménagers alors que celles du secteur automobile n'en constituent que 5 %. Enfin, les entreprises des industries agro-alimentaires contribuent à la constitution du panel à hauteur de 10 %. Concernant la taille des entreprises retenues, plus de la moitié sont des entreprises moyennes (100 à 500 salariés), environ 20 % de grandes entreprises (plus de 500 salariés) et aux alentours de 30 % de petites entreprises (moins de 100 salariés).

¹ Une analyse similaire a été menée pour chaque année. Cependant, pour alléger la présentation des résultats, seule l'année 1994 est reprise ici. Pour une étude plus détaillée, le lecteur peut se référer à Heyer E. [1995].

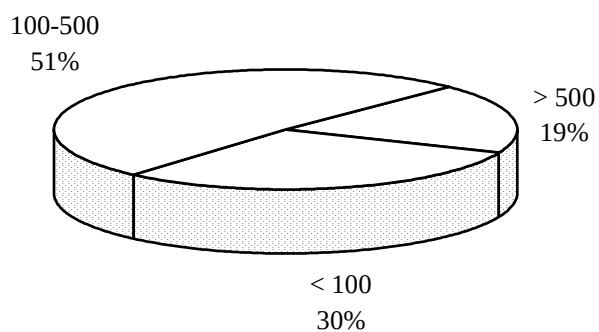
Graphiques 1 et 2

RÉPARTITION DES ENTREPRISES DU FICHIER COMMUN PAR SECTEUR ET PAR TAILLE **Année 1994**

Selon le secteur



Selon le nombre d'employés

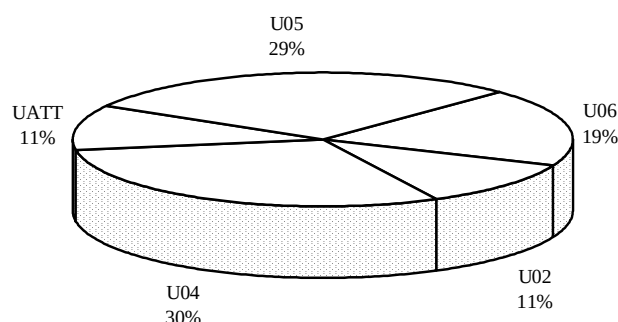


U2	Industries agricoles et alimentaires
U4	Secteur des biens intermédiaires
U5	Secteur des biens d'équipement
UATT	Secteurs de l'automobile et autres transports terrestres
U6	Secteur des biens de consommation

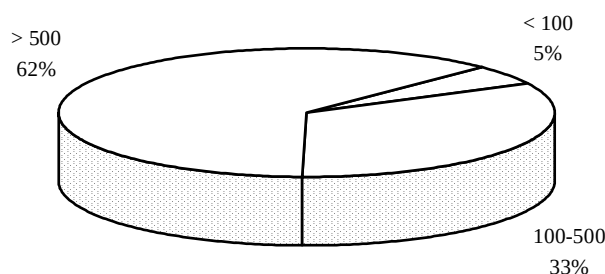
Graphiques 3 et 4

RÉPARTITION DES EFFECTIFS DU FICHIER COMMUN PAR SECTEUR ET PAR TAILLE DE L'ENTREPRISE Année 1994

Selon le secteur



Effectifs 1994



La grille de lecture semble quelque peu différente lorsque l'on s'intéresse aux effectifs de chaque secteur. Ainsi, s'il est vrai que la répartition par secteur ressemble fortement à celle énoncée précédemment — à l'exception de l'industrie de l'automobile qui, compte tenu de la grande taille de ses entreprises, représente entre 11 % et 15 %, selon les années, de l'ensemble des effectifs — la répartition par la taille est quant à elle totalement bouleversée. Très logiquement, plus l'entreprise est grande, plus son poids en termes d'effectif global est important. C'est pourquoi, il n'est pas étonnant que plus de 60 % des effectifs du fichier commun soient salariés dans une grande entreprise, contre un tiers dans une moyenne et 5 % dans une petite.

À la lecture de cette répartition, en taille comme par secteur, ce fichier commun semble particulièrement adapté pour l'étude des caractéristiques des entreprises ayant recours au travail posté. En effet, d'une part, le secteur des biens intermédiaires est fortement représenté ici. Or ce sont les entreprises de ce secteur qui ont recours le plus fortement au postage et notamment au travail en continu. D'autre part, la très forte majorité des effectifs provenant de grandes entreprises est encourageante, puisqu'il a été montré l'existence d'une relation entre la dimension des entreprises et l'importance du recours au travail posté (Cette G. [1989]). Un calcul plus précis souligne qu'environ 65 % des entreprises constituant nos échantillons annuels ont recours au travail posté, ce qui représente aux alentours de 25 % des salariés.

1.3. Comparaison avec les informations macro-économiques

Nous venons de voir que la répartition du fichier commun semblait satisfaisante pour notre étude. Il reste alors à savoir si, malgré le fait d'avoir bouleversé les échantillons, on conserve toutefois une représentation cohérente de la réalité économique. Dans cette optique, nous avons calculé, pour chacun des fichiers annuels, le taux de croissance, par secteurs et au niveau agrégé, de certaines variables économiques comme le chiffre d'affaires, les effectifs, les dépenses d'investissements, la prévision d'investissement et la durée d'utilisation des équipements. Nous les avons ensuite comparés à ceux obtenus avec l'échantillon complet. De manière à ne pas alourdir la présentation, seule l'année 1994 est reproduite ici. Les résultats pour l'ensemble des années figurent dans Heyer E. [1995].

Tableau 2

COMPARAISON DES TAUX DE CROISSANCE TIRÉS DES ÉCHANTILLONS BANQUE DE FRANCE ET DU FICHIER COMMUN Analyse sectorielle et agrégée – Année 1994										
Secteur	Chiffre d'affaires		Effectifs		Dépenses d'investissement		Prévision d'investissement		DUE	
	ERFA	Commune	ERFA	Commune	ERFA	Commune	ERFA	Commune	DUE	Commune
U02-IAA	3	7,0	-0,3	-0,4	-7	-6,0	11	10,6	3,8	1,4
U04-BI	8	8,7	-1,0	-0,2	-11	-13,0	26	29,0	4,9	4,7
U05-ATT.....	4	9,0	-1,8	-3,9	0	20,0	14	52,0	3,6	6,2
U05-BEPM	12	5,1	-2,2	-0,3	7	-6,6	22	10,6	5,5	3,2
U06-BC.....	3	4,4	-1,0	-0,1	-2	-5,8	17	2,4	1,4	1,0
Industrie.....	6	6,5	-1,2	-0,4	-4	-7,4	18	16,0	3,6	3,0
NB : Ces taux de croissance sont pondérés par les effectifs.										

À la lecture de ce tableau, plusieurs constats s'imposent. Globalement, les informations tirées du fichier fusionné sont voisines de celles obtenues sur l'ensemble de l'échantillon. En effet, même si un certain décalage apparaît au niveau sectoriel, les résultats au niveau agrégé semblent cohérents. En revanche, une plus grande disparité s'observe pour les taux de croissance concernant l'investissement. Cette disparité trouve son origine dans le calcul du taux de croissance de l'investissement. Dans le traitement de l'ERFA, la Banque de France adopte une démarche spécifique pour les grands informateurs ainsi que pour les entreprises dont le taux de croissance de l'investissement est très important. Par conséquent, concernant ces dernières séries, il est bien entendu délicat de les comparer.

Cette même analyse a été menée en distinguant cette fois-ci non plus les différents secteurs, mais la dimension de l'entreprise (cf. Heyer E. [1995] pour une analyse plus complète). Alors que les résultats semblent assez satisfaisants pour le chiffre d'affaires et ce quelle que soit la taille de l'entreprise, il n'en est malheureusement pas de même pour les effectifs. En ce qui concerne l'investissement, les résultats sont relativement corrects.

Tableau 3

COMPARAISON DES TAUX DE CROISSANCE TIRÉS DE L'ÉCHANTILLON ERFA ET DU FICHIER COMMUN Analyse par taille des entreprises						
Variables	Évolution en 1994 des variables des entreprises employant					
	moins de 100 salariés		de 100 à 499 salariés		de 500 salariés et plus	
	ERFA	Commune	ERFA	Commune	ERFA	Commune
Chiffre d'affaires.....	5,0	4,2	5,0	4,8	6,0	8,5
Effectifs.....	0,6	-1,1	-0,7	0,2	-3,1	-0,8
Investissements	-5,0	-7,0	-8,0	-10,0	-2,0	-6,0

L'augmentation de la durée d'utilisation des équipements, calculée à partir du fichier commun, est proche de celle publiée par la Banque de France. Cependant, contrairement à l'enquête DUE, ce sont les grosses entreprises qui vont augmenter le plus leur durée d'utilisation des équipements.

Tableau 4

COMPARAISON DES TAUX DE CROISSANCE TIRÉS DE L'ÉCHANTILLON DUE ET DU FICHIER COMMUN Analyse par taille des entreprises				
DUE	Évolution en 1994 de la DUE des entreprises employant			
	moins de 100 salariés		de 500 salariés et plus	
	DUE	Commune	DUE	Commune
	3,8	2,6	3,1	3,6

2. Les principaux enseignements

Nous allons dans cette partie commenter les relations illustrées par les graphiques figurant dans Heyer E. [1995] qui fournissent une projection de l'ensemble des variables décrites dans l'encadré 1 (cf. *infra*) sur le plan de deux axes factoriels d'une analyse en composantes principales (ACP).

2.1. Les degrés d'utilisation des équipements : principaux déterminants...

2.1.1. Les disparités sectorielles du recours au travail posté et de son intensité

Les relations mises en avant ici, notamment par les graphiques de l'analyse en composantes principales (cf. Heyer E. [1995]), corroborent celles déjà avancées par Cette G. [1989 et 1990].

– C'est dans le secteur des biens intermédiaires que le recours au travail posté est le plus important et surtout le plus intense¹. La forme dominante dans ce secteur est le travail en trois équipes ou plus correspondant à une utilisation semi-continue ou continue des équipements².

– *A contrario*, les entreprises de l'industrie agro-alimentaire comme celles des biens d'équipement professionnels et ménagers ont très peu recours à ce type d'organisation du travail et lorsqu'elles y font appel, l'organisation en deux équipes de jour est la plus fréquente.

– Enfin, ces graphiques ne permettent pas de dégager une relation nette concernant l'organisation du travail dans le secteur de l'automobile et dans celui des biens de consommation. Cependant, pour les années 1991 et 1994 — contrairement à l'année 1993 —, l'intensité du recours au travail posté paraît forte dans le secteur des biens de consommation.

2.1.2. Les taux d'utilisation des équipements sont plus élevés dans les grandes entreprises...

Les résultats que l'on trouve ici sont également conformes à ceux rencontrés dans la littérature.

Ainsi, dans leur étude de 1990 sur données agrégées, Bourlange D. et Chaney E. [1990] ont montré que « *la lourdeur des conditions de production ainsi que la taille moyenne des entreprises* » sont des facteurs discriminants du niveau moyen des taux d'utilisation des équipements.

Les graphiques de l'ACP apportent une nouvelle confirmation du fait que les taux d'utilisation sont généralement plus forts dans les grandes entreprises (cf. également sur le sujet Abou A., Cette G. et Mairesse J. [1990] pour une analyse sur données individuelles). Une raison communément avancée pour expliquer une telle hiérarchie réside dans la standardisation plus forte des produits fabriqués dans les grandes entreprises qui, de surcroît, disposent de plus de moyens pour prévoir et planifier leur production que les petites.

2.1.3. ... et dans les activités fortement capitalistiques

Les graphiques soulignent également la relation entre l'intensité capitaliste et l'utilisation des équipements. Ainsi, c'est dans les biens intermédiaires que les taux d'utilisation ont été constamment les plus élevés, secteur où les processus de fabrication en continu et semi-continu tiennent une place dominante, comme nous l'avons vu précédemment.

¹ L'importance du recours au travail en équipes correspond simplement au pourcentage de travailleurs postés. Pour un même recours, l'intensité sera plus forte si les travailleurs sont organisés en quatre ou cinq équipes plutôt qu'en deux ou trois.

² Le travail en continu correspond à aucun arrêt de la production pendant la semaine.
Le travail en semi-continu correspond au travail continu avec un arrêt par semaine (en général le week-end).
Le travail en discontinu correspond à un arrêt chaque jour.

2.1.4. Le recours au travail posté est corrélé positivement avec la dimension de l'entreprise...

On observe, à l'instar de Cette G. [1989], une relation positive entre la dimension des entreprises et l'importance du recours au travail posté. Ce constat paraît assez logique, compte tenu du coût d'organisation du travail en équipes successives et/ou d'un « déficit managérial » (Taddei D. [1988]). Ainsi, seules des unités disposant d'un service administratif suffisamment important peuvent le plus souvent envisager une telle organisation. Inversement, aucun lien significatif entre l'intensité du travail posté et la dimension de l'entreprise ne ressort de ces graphiques.

2.1.5. ... alors que l'intensité du travail posté l'est négativement avec la durée du travail

Une autre relation, mise en relief par les graphiques de l'ACP, oppose le recours et l'intensité du travail posté à la durée du travail. Cette relation tient en partie au respect des ordonnances de 1982¹ et aux accords sur l'aménagement du temps de travail. En effet, la compensation pour les salariés travaillant en continu ou en semi-continu n'est pas seulement salariale, mais se traduit le plus souvent par un allègement du temps de travail, comme par exemple une réduction de 30 % du temps travaillé pour les équipes de nuit (Boulin J.-Y. [1989] et Anxo D., Bosch G., Bosworth D., Cette G., Sterner T. et Taddei D. [1994]).

2.2... et articulation avec l'investissement²

En cas d'augmentation de la demande, l'entrepreneur se trouve face à l'alternative suivante, afin d'atteindre sa capacité de production désirée.

2.2.1. Logique de substitution

D'un point de vue intuitif, l'allongement de la durée d'utilisation des équipements peut être considéré comme une « économie de capital »³. Il existe, de ce point de vue, un véritable effet de substitution entre la décision d'investir et celle d'accroître la DUE. L'entrepreneur substitue une politique d'investissement de capacité à un allongement de la durée d'utilisation des équipements. Cette éventualité, que nous appellerons « logique de substitution », se retrouve, par exemple, dans le cas d'entreprises contraintes davantage par leurs capacités. Eu égard au caractère plus réversible et à un délai moyen d'ajustement plus faible de la DUE⁴ (cf. Cueva S., Rubinstein M., Taddei D. et Timbeau X. [1993] et Cueva S. [1994]), celles-ci préféreront s'adapter aux fluctuations des marchés au moins partiellement par une variation de la durée d'utilisation des équipements, plutôt que par les seuls investissements en capacité⁵. Dans cette logique, l'allongement de la DUE, en permettant d'augmenter les quantités produites avec un stock d'équipements inchangé, apparaît bien comme une « économie de capital » au sens de Bertrand H. [1976].

Au-delà de cette logique comptable et statique de substitution, Boulin J.-Y. et Taddei D. [1989] avaient proposé une analyse dynamique en termes de complémentarité que nous allons ici reprendre et préciser.

¹ Dans ces ordonnances figurait l'abaissement de la durée hebdomadaire légale à 39 heures pour les salariés en discontinu et semi-continu et à 35 heures pour les salariés en continu.

² Nous rappelons que la notion d'investissement retenue ici est celle de l'enquête ERFA de la Banque de France. Par conséquent, nous nous situons dans une logique de dépense, où l'investissement déclaré à l'instant *t* n'est pas nécessairement productif durant cette période.

³ Dans son étude de 1976, H. Bertrand évalue ainsi les économies de capital fixe conséquentes à la mise en oeuvre et à l'extension du travail posté.

⁴ Dans leur article de 1993, Cueva S., Rubinstein M., Taddei D. et Timbeau X. calculent les délais moyens d'ajustement (DMA) des facteurs de production par rapport à la demande et aux coûts. Ces DMA s'ordonnent de la façon suivante : le DMA du capital se situe entre 2 ans et 5 ans. Vient ensuite celui du travail posté variant entre 1 an et 4 ans selon les estimations. Le travail met moins de temps à s'ajuster avec un DMA oscillant en général entre 6 mois et 2 ans, alors que celui de la DUE ne dépasse pas 5 trimestres. Enfin, la durée du travail a le délai d'ajustement le plus faible, en général de 1 à 3 trimestres.

⁵ Ce comportement se retrouve essentiellement en cas de modifications conjoncturelles imprévues ou dont l'ampleur a été mal évaluée.

2.2.2. Logique de complémentarité...

De manière à accroître leur capacité de production, l'entrepreneur accompagne une réorganisation du travail par une politique d'investissement dynamique. Cette notion de complémentarité ne doit pas être prise dans son assertion statique. Il peut exister un léger décalage temporel entre les deux décisions. En d'autres termes, il se peut qu'il y ait substitution à très court terme et complémentarité par la suite. C'est le cas notamment pour la complémentarité liée à une contrainte de financement.

2.2.2.1. ... due à un comportement d'optimisation...

Ce recours au travail posté est lié au souci de l'entrepreneur de rentabiliser l'investissement rendu très vite obsolète par les nombreuses innovations technologiques. L'allongement de la DUE permet, alors, d'abaisser le coût du capital par unité produite et par conséquent d'amortir plus rapidement les dépenses d'investissement. De même, la mise en place de nouveaux équipements plus capitalistiques nécessite une plus forte DUE ¹.

Dans ce cas de figure, l'allongement de la durée d'utilisation des équipements complète les investissements de modernisation.

2.2.2.2. ... ou à une contrainte de financement

Réciproquement, une hausse de cette durée liée à une réorganisation du temps de travail peut engendrer une hausse de l'investissement la période suivante. Ainsi, une hausse de la DUE améliore, en toute généralité, la situation financière de l'entreprise, élève sa capacité d'autofinancement, lui permettant par la suite de financer ses investissements.

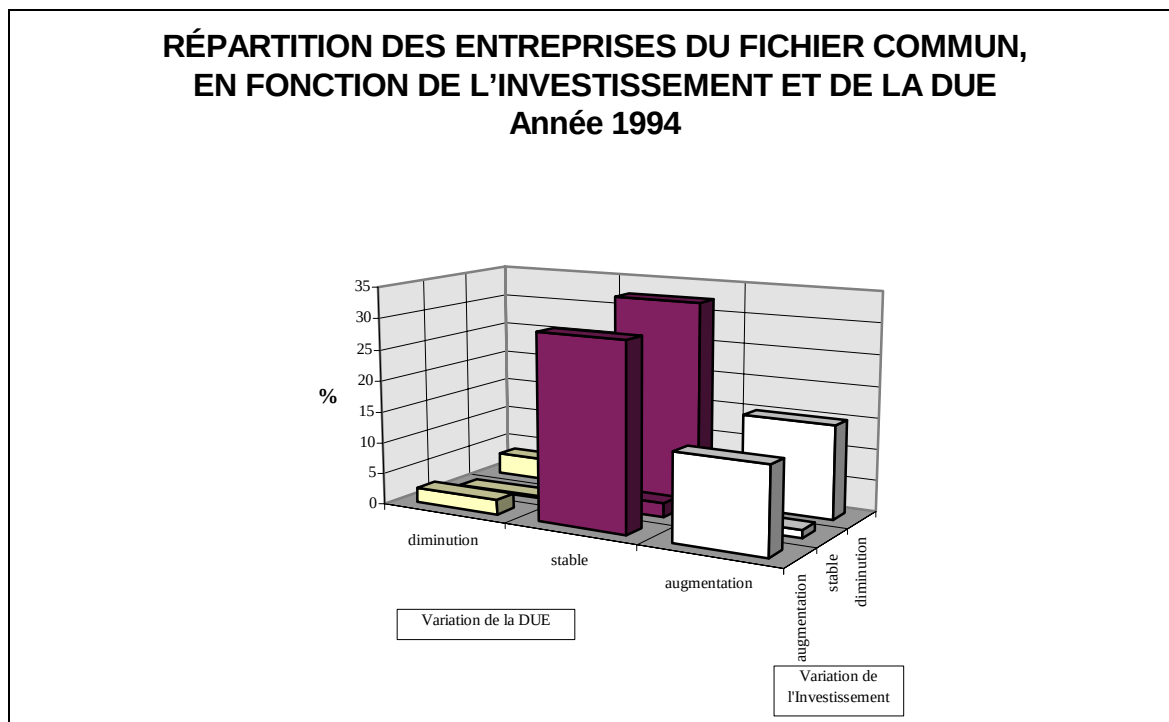
L'allongement de la durée d'utilisation des équipements est ici un élément essentiel d'une dynamique de l'investissement (cf. Boulon J.-Y. et Taddei D. [1989]). Ainsi, comme le soulignent Cette G. et Taddei D. [1994], l'innovation organisationnelle précède, ou du moins accompagne, l'innovation technique.

Ces différentes logiques se retrouvent dans l'analyse des graphiques de l'annexe 10 de Heyer E. [1995]. Ceux-là sont issus d'un tableau croisé des fréquences de l'échantillon commun, en fonction des variations du taux d'investissement et de celles de la durée d'utilisation des équipements pour les cinq années et par secteur.

Nous avons repris ici l'analyse menée sur l'année 1994 pour l'ensemble de l'industrie.

¹ Sur ce thème, des analyses sectorielles (cf. Cette G. [1989]) soulignent une corrélation positive entre le recours au travail posté et l'intensité capitalistique.

Graphique 5



À la vue de ce graphique, il est difficile de savoir laquelle des deux logiques, de complémentarité ou de substitution, prédomine en 1994 pour l'ensemble de l'industrie.

En effet, environ 12 % des entreprises de ce panel ont augmenté à la fois leurs dépenses d'investissement et leur durée d'utilisation des équipements (logique de complémentarité), alors qu'un peu moins de 15 % ont préféré ajuster leurs capacités de production en augmentant uniquement leur durée (logique de substitution).

Nous avons mené une analyse du niveau et de la variation du taux d'investissement l'année t en fonction de la variation de la durée d'utilisation des équipements en t et $t + 1$.

Les résultats de cette analyse menée sur les cinq années retenues figurant dans Heyer E. [1995]. Les relations mises en avant pour 1994 étant valables pour les autres années, seule cette année a été reprise ici.

Tableau 5

NIVEAU ET VARIATION DU TAUX D'INVESTISSEMENT EN FONCTION DE LA VARIATION PASSÉE ET PRÉVUE DE LA DURÉE D'UTILISATION DES ÉQUIPEMENTS							
Enquête 1994		ΔHK_t			ΔHK_{t+1}		
		Diminution	Stabilité	Augmentation	Diminution	Stabilité	Augmentation
TI_t	Max	14.20	27.68	72.50	31.59	27.68	72.51
	Q3	4.04	4.41	4.94	3.91	4.39	5.11
	Med	2.15	2.41	2.58	2.35	2.40	2.51
	Q1	1.05	1.21	1.48	1.01	1.21	1.43
	Min	0.00	0.00	0.00	0.34	0.00	0.00
ΔTI_t	Max	12.01	21.27	71.97	24.24	21.27	71.97
	Q3	0.71	0.67	0.83	0.57	0.71	0.66
	Med	-0.09	-0.11	-0.22	-0.16	-0.05	-0.37
	Q1	-1.80	-1.43	-1.62	-1.55	-1.30	-2.12
	Min	-33.00	-81.97	-31.70	-12.78	-81.90	-33.10
$Tlea_{t+1}$	Max	12.07	67.87	71.43	15.90	67.87	71.43
	Q3	4.05	5.15	6.08	5.14	5.29	5.65
	Med	2.46	3.21	3.80	3.33	3.17	3.59
	Q1	1.35	1.64	1.89	1.33	1.59	1.96
	Min	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
$\Delta Tlea_{t+1}$	Max	7.88	40.72	19.58	13.69	40.72	16.05
	Q3	0.77	1.49	2.15	1.60	1.50	1.96
	Med	0.00	0.19	0.46	0.38	0.14	0.41
	Q1	-0.49	-0.47	-0.38	-0.42	-0.50	-0.19
	Min	-7.54	-18.98	-71.92	-17.80	-16.22	-71.92
Les valeurs Max, Q3, Med, Q1 et Min correspondent respectivement au maximum, au troisième quartile, à la médiane, au premier quartile et au minimum. HK_{t+1} et $Tlea_{t+1}$ représentent respectivement la durée d'utilisation des équipements et le taux d'investissement prévus pour l'année $t+1$.							

À la vue de ce tableau, trois constats s'imposent.

– La ligne concernant le taux d'investissement à l'instant t (TI_t) met en évidence l'adoption d'une « logique de complémentarité » de la part des entrepreneurs. En effet, les entreprises qui ont augmenté leur durée d'utilisation des équipements en 1994 ont un taux d'investissement supérieur pour la même année à celles qui l'ont diminuée ou stabilisée.

– De même, les entreprises qui prévoient d'augmenter le plus leur taux d'investissement en 1995 (ligne ΔTI_{t+1}) sont celles qui ont augmenté leur DUE en 1994. Ce résultat illustre la logique de complémentarité. Une augmentation de la DUE liée à une politique de réduction-réorganisation du temps de travail peut permettre aux entreprises de se restructurer et d'améliorer leur situation financière. Cette bonne situation financière encourage alors l'entreprise à investir davantage.

– Réciproquement, les entreprises qui comptent augmenter leur DUE en 1995 sont celles qui ont investi le plus en 1994. Cela s'explique aisément pour des investissements en équipements très coûteux qu'il convient d'utiliser, avant leur obsolescence, de manière intensive afin de les rentabiliser. Cette

situation s'observe également pour des équipements à forte intensité capitalistique qui nécessitent une forte durée d'utilisation pour être mis en place. On retrouve l'idée selon laquelle l'allongement de la DUE complète et favorise les dépenses d'investissements notamment de modernisation (cf. Boulín J.-Y. et Taddei D. [1989]). Nous nous situons ici dans une logique de complémentarité liée à un comportement d'optimisation de la firme.

Encadré 1

LES VARIABLES		
Variables	Définitions	Origine
<i>Dimension des entreprises</i>		
E	Niveau de l'emploi	DUE/ERFA
CA	Chiffre d'affaires	ERFA
I	Niveau des dépenses d'investissement	ERFA
<i>Organisation du travail et degrés d'utilisation des facteurs de production</i>		
POE	Pourcentage d'ouvriers travaillant en équipe	DUE
POEd	Pourcentage d'ouvriers travaillant en discontinu	DUE
POEs	Pourcentage d'ouvriers travaillant en semi-continu	DUE
POEc	Pourcentage d'ouvriers travaillant en continu	DUE
TUa	Taux d'utilisation des équipements avec embauche	DUE
TUs	Taux d'utilisation des équipements sans embauche	DUE
TUnop	Taux d'utilisation des équipements avec embauche et TP	DUE
HL	Durée du travail	DUE
% HK	Variation de la durée d'utilisation des équipements	DUE
% HKea	Variation prévue de la durée d'utilisation des équipements	DUE
<i>Rentabilité des entreprises</i>		
TI	Taux d'investissement	ERFA
TEBE	Taux d'excédent brut d'exploitation	ERFA
TX	Taux d'exportation	ERFA
<i>Variables sur le comportement d'investissement</i>		
PDf	Perspectives de demande favorables à l'investissement	ERFA
PDd	Perspectives de demande défavorables à l'investissement	ERFA
PEf	Niveau de l'endettement favorable à l'investissement	ERFA
PEd	Niveau de l'endettement défavorable à l'investissement	ERFA
PIf	Niveau des taux d'intérêt favorable à l'investissement	ERFA
PId	Niveau des taux d'intérêt défavorable à l'investissement	ERFA
<i>Variables sectorielles</i>		
U2	Industries agricoles et alimentaires	DUE/ERFA
U4	Secteur des biens intermédiaires	DUE/ERFA
U5	Secteur des biens d'équipement	DUE/ERFA
UATT	Secteurs de l'automobile et autres transports terrestres	DUE/ERFA
U6	Secteur des biens de consommation	DUE/ERFA
Cet encadré indique la signification de chaque variable intervenant dans l'étude et son origine DUE et/ou ERFA signifie que la variable est respectivement construite à partir des réponses des entrepreneurs à l'enquête DUE et/ou ERFA de la Banque de France.		

L'analyse en composantes principales nous renseigne également sur la manière dont les entrepreneurs tentent d'accroître leurs capacités de production. Menée séparément sur les cinq années, les graphiques de l'annexe 9 de Heyer E. [1995] fournissent une projection de l'ensemble des variables sur les plans formés par deux axes factoriels. Parmi ces derniers, certains matérialisent la logique d'opposition ou de substitution, d'autres la logique de complémentarité.

Selon le premier axe (horizontal), qui représente 13,4 % de l'inertie du nuage intervenant activement dans l'ACP, les entreprises qui ont un fort taux d'investissement sont celles qui ont allongé le plus leur durée d'utilisation des équipements, ainsi que leur durée du travail et à un degré moindre leur taux d'utilisation des capacités de production. Cet axe représente, par conséquent, les entrepreneurs qui intensifient tous les degrés d'utilisation des équipements et qui ont investi pour accroître leur capacité de production (logique de complémentarité).

À l'opposé, le second axe (vertical), représentant 9,3 % de l'inertie du nuage, oppose les entreprises qui ont un bon taux d'excédent brut d'exploitation à celles qui en ont un moins bon. Ces dernières, moins rentables, ont compensé un faible taux d'investissement par un recours aux différents degrés d'utilisation des équipements : allongement de la DUE, intensification du travail posté, hausse des taux d'utilisation (logique de substitution).

De plus, sur l'ensemble des cinq années étudiées, aucune logique sectorielle ne ressort nettement. Il paraît difficile de dégager une stratégie dominante pour tel ou tel secteur de l'industrie.

À titre d'exemple, alors qu'en 1994, comme en 1992, les entreprises du secteur des biens de consommation ont comblé un besoin d'investissement par une intensification du travail posté, en 1993 elles ont généralement adopté une logique de complémentarité.

Le cas du secteur des biens intermédiaires est bien représentatif de cette modification de comportement au cours du temps. Ainsi, recourant surtout au travail posté en 1994, les entreprises de ce secteur ont adopté une logique complémentaire durant les années 1990 et 1993. Enfin, au cours de l'année 1992, les deux types de logique ont été rencontrés. Au total, la mise en avant d'un éventuel effet sectoriel n'est pas évident, car dépendant étroitement de la conjoncture.

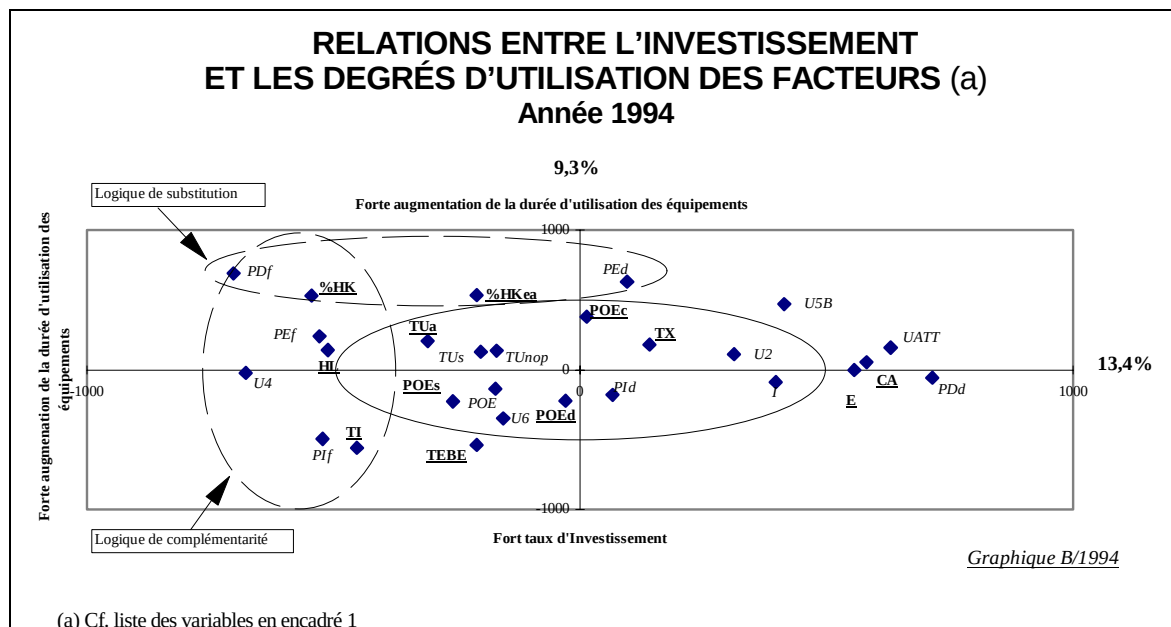
Il ressort alors que le facteur discriminant dictant à l'entrepreneur la stratégie à adopter soit davantage la conjoncture économique dans laquelle se situe l'entreprise que son secteur d'activité.

Ainsi, en période de haute conjoncture ou succédant à une telle période — typiquement l'année 1990 — les entrepreneurs utilisent l'ensemble des moyens qui leurs sont offerts afin d'accroître leur capacité de production (investissement et augmentation de la durée d'utilisation des équipements). En d'autres termes, ils s'inscrivent dans la logique de complémentarité. Par contre, face à une conjoncture moins favorable, les entrepreneurs se divisent, n'adoptant pas tous la même stratégie (coexistence des deux logiques).

Par conséquent, une analyse plus fine de la situation conjoncturelle dans laquelle se situe l'entreprise est d'un grand intérêt dans la compréhension de la stratégie finalement retenue par les entrepreneurs pour augmenter leur capacité de production. Les variables sur le comportement d'investissement des entreprises, tirées de l'ERFA, relatives aux perspectives de demande, au niveau des taux d'intérêt et de l'endettement nous apportent une information appréciable pour ce type d'analyse. Elles vont nous permettre d'opérer notamment une distinction entre les firmes contraintes par l'offre de celles contraintes par la demande.

Se référant toujours, pour des raisons de simplification d'exposé, à l'année 1994, nous allons tenter d'expliquer la coexistence de ces deux logiques opposées à l'aide de ces variables de comportement. D'après le graphique 7, les entreprises qui ont recours simultanément à une augmentation de la durée d'utilisation et à une hausse de l'investissement sont celles qui ont non seulement des perspectives de demande favorables, mais qui également ne sont pas contraintes par le niveau des taux d'intérêt (axe horizontal). En revanche, d'autres entreprises de ce panel ont des perspectives de demande favorables mais ne peuvent investir en raison d'un endettement défavorable. Ces dernières, pour répondre à une demande supplémentaire — constatée ou anticipée — étendent leur capacité de production par l'accroissement de leur durée d'utilisation des équipements, et ce, sans investir. La durée d'utilisation des équipements apparaît ici comme un substitut à l'investissement.

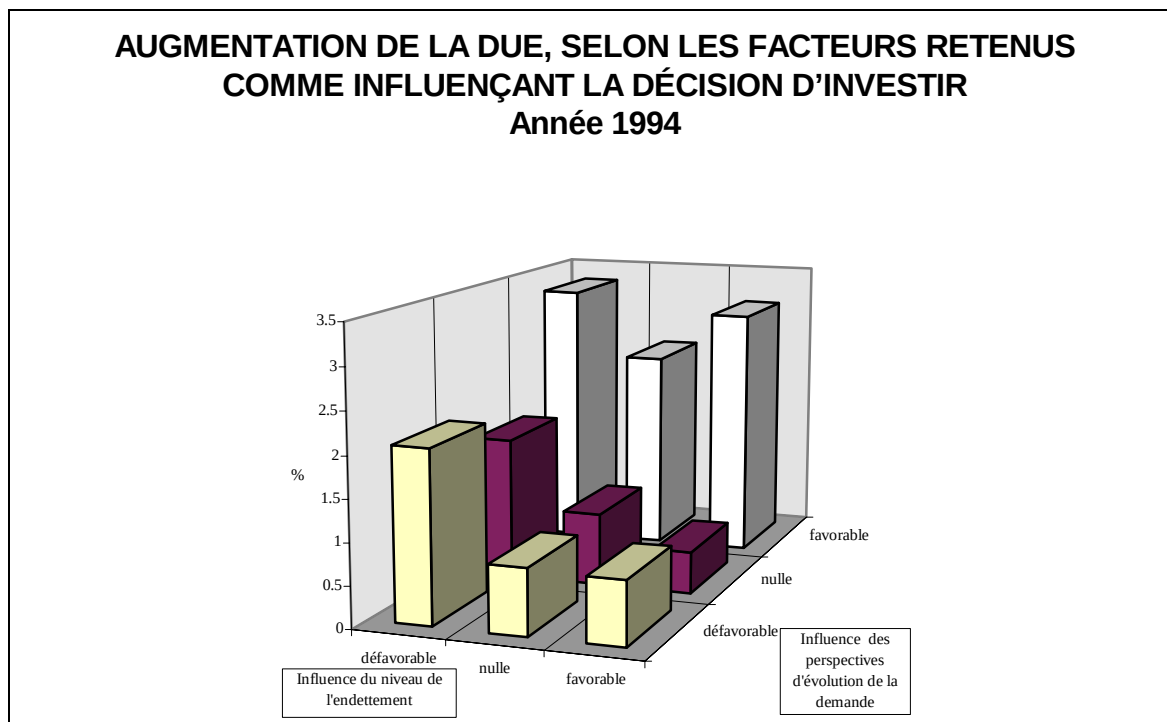
Graphique 7



En 1989, sur la base d'une étude monographique menée auprès de dix entreprises, Boulin J.-Y. et Taddei D., affirmaient déjà qu'une hausse de la durée d'utilisation des équipements liée à des accords de réduction-réorganisation du temps de travail pourrait avoir des effets très positifs en termes de rentabilité. Suite à ces accords, toutes les entreprises étudiées avaient vu leurs résultats financiers s'améliorer. Parmi les quatre entreprises qui connaissaient des difficultés auparavant, une seule a continué à en connaître au cours des années suivant ces accords. Les auteurs attribuent cette amélioration davantage « à un effet de capacité — à travers l'augmentation du volume des ventes — qu'à un effet de compétitivité — baisse des coûts et augmentation des marges — » d'une réduction-réorganisation du temps de travail. Par conséquent, les entrepreneurs contraints par leurs capacités physiques ont, d'après Boulin J.-Y. et Taddei D., tout intérêt à appliquer une telle politique. C'est le cas notamment des entreprises ayant des perspectives de demande favorables, mais qui ne peuvent investir en raison de leur situation financière.

Le graphique 8 corrobore cette analyse.

Graphique 8



Ainsi, l'augmentation de la durée d'utilisation des équipements sera d'autant plus forte que les perspectives d'évolution de la demande seront favorables. À côté de cet effet de demande que l'on peut déceler quelle que soit l'année étudiée (cf. Heyer E. [1995]), on retrouve la coexistence des deux logiques mise en évidence plus haut.

De même, l'enrichissement de l'analyse ayant donné lieu au tableau 5 par ces variables de comportement nous conforte dans l'explication avancée précédemment (cf. Heyer E. [1995]).

Pour l'année 1994, lorsque les perspectives de demande ainsi que le niveau de l'endettement sont favorables (tableau 6), on retrouve le résultat décrit lors de l'analyse sur l'ensemble de l'échantillon, à savoir : les entreprises investissent et allongent simultanément leur DUE. En outre, même s'il est vrai que les entreprises qui désirent augmenter leur DUE en 1995 ont un taux d'investissement pour l'année 1994 plus faible que les autres, on constate qu'elles sont fortement majoritaires. Par conséquent, dans ce cas de figure aussi, la logique de complémentarité semble l'emporter sur celle de substitution.

Tableau 6

NIVEAU ET VARIATION DU TAUX D'INVESTISSEMENT EN FONCTION DE LA VARIATION PASSÉE ET PRÉVUE DE LA DURÉE D'UTILISATION DES ÉQUIPEMENTS Analyse sur les entreprises ayant des perspectives de demande et d'endettement favorable							
Enquête 1994		ΔHK_t			ΔHK_{t+1}		
PDF	PEf	Diminution (a)	Stabilité (b)	Augmentation (c)	Diminution (a)	Stabilité (b)	Augmentation (c)
TI_t	Max	14,19	13,77	63,67	4,35	13,77	63,67
	Q3	3,65	4,59	5,12	4,35	4,81	4,18
	Med	1,44	2,32	2,85	3,03	2,75	2,38
	Q1	0,41	1,35	1,78	1,72	1,48	1,29
	Min	0,19	0,00	0,57	1,72	0,00	0,19
ΔTI_t	Max	12,01	12,90	6,85	0,45	12,90	12,01
	Q3	-0,06	0,66	1,27	0,45	0,69	1,27
	Med	-0,28	-0,17	-0,24	-0,81	-0,29	-0,08
	Q1	-1,24	-2,35	-2,01	-2,07	-1,77	-2,22
	Min	-33,00	-81,97	-17,46	-2,07	-81,97	-33,00
$Tlea_{t+1}$	Max	12,07	22,00	71,43	4,87	22,00	71,43
	Q3	7,99	6,38	6,07	4,87	6,62	5,96
	Med	3,59	4,07	3,98	4,37	4,51	3,61
	Q1	2,44	2,41	2,68	3,86	2,46	2,35
	Min	0,89	0,00	0,00	3,86	0,00	0,00
$\Delta Tlea_{t+1}$	Max	2,76	14,40	11,91	2,14	14,40	11,91
	Q3	1,50	3,71	1,99	2,14	3,54	1,99
	Med	0,44	1,23	0,70	1,33	1,23	0,57
	Q1	0,40	-0,02	0,00	0,52	-0,04	0,00
	Min	-2,12	-11,93	-4,00	0,52	-11,93	-4,00
Les valeurs Max, Q3, Med, Q1 et Min correspondent respectivement au maximum, au troisième quartile, à la médiane, au premier quartile et au minimum. HK_{t+1} et $Tlea_{t+1}$ représentent respectivement la durée d'utilisation des équipements et le taux d'investissement prévus pour l'année $t+1$. (a), (b), (c) à côté de la variation de la durée d'utilisation des équipements signifient que les calculs ont été effectués sur respectivement moins de 10, 20 et 30 entreprises.							

Ce dernier résultat semble totalement s'inverser lorsque l'entreprise se situe dans une situation où les perspectives de demande restent favorables, mais lorsque le niveau de son endettement constitue un frein à l'investissement (tableau 7). Dans ce cas de figure, la logique de complémentarité fait place à une logique de substitution : les entreprises qui ont diminué leur DUE en 1994 sont celles qui ont investi le plus cette année-là et qui prévoient d'augmenter fortement leurs dépenses d'investissement en 1995. Bien plus que ce résultat, le très faible nombre d'entrepreneurs ayant diminué la DUE ou qui envisagent de le faire en 1995 (cf. colonne « diminution » de la DUE) incite à penser que les entrepreneurs, dans cet environnement, ont compensé leur manque d'investissement par un allongement de la DUE.

Tableau 7

NIVEAU ET VARIATION DU TAUX D'INVESTISSEMENT EN FONCTION DE LA VARIATION PASSÉE ET PRÉVUE DE LA DUE Analyse sur les entreprises ayant des perspectives de demande favorable et d'endettement défavorable							
Enquête 1994		ΔHK_t			$\Delta HK_{ea\ t+1}$		
PDF	PEd	Diminution (a)	Stabilité (ba)	Augmentation (c)	Diminution (a)	Stabilité (b)	Augmentation (c)
TI_t	Max	4,58	27,68	72,50	9,38	27,69	72,50
	Q3	4,58	4,42	3,70	9,38	3,54	5,63
	Med	3,73	2,18	1,88	4,85	2,14	1,97
	Q1	2,89	1,13	1,06	0,34	1,14	1,13
	Min	2,89	0,31	0,37	0,34	0,37	0,31
ΔTI_t	Max	2,65	9,65	71,97	1,65	9,65	71,97
	Q3	2,65	0,20	0,96	1,65	0,28	0,66
	Med	0,94	-0,38	-0,49	-0,35	-0,21	-0,59
	Q1	-0,77	-3,18	-2,23	-2,34	-3,14	-2,94
	Min	-0,77	-13,84	-7,33	-2,34	-13,84	-7,33
TI_{t+1}	Max	7,47	29,57	7,74	5,97	29,57	15,79
	Q3	7,47	5,35	5,11	5,97	5,70	5,00
	Med	5,19	3,03	2,72	5,97	2,76	2,90
	Q1	2,90	1,89	1,17	5,97	1,45	1,92
	Min	2,90	0,52	0,58	5,97	0,53	0,52
ΔTI_{t+1}	Max	2,89	9,21	4,19	-3,40	8,87	9,21
	Q3	2,89	1,68	1,23	-3,40	1,40	1,38
	Med	1,44	0,52	0,11	-3,40	0,52	0,21
	Q1	0,00	-0,37	-0,38	-3,40	-0,38	-0,11
	Min	0,00	-8,89	-71,92	-3,40	-8,10	-71,90

Les valeurs Max, Q3, Med, Q1 et Min correspondent respectivement au maximum, au troisième quartile, à la médiane, au premier quartile et au minimum.
 $HK_{ea\ t+1}$ et $Tle_{a\ t+1}$ représentent respectivement la durée d'utilisation des équipements et le taux d'investissement prévus pour l'année $t+1$.
 (a), (b), (c) à côté de la variation de la durée d'utilisation des équipements signifient que les calculs ont été effectués sur respectivement moins de 10, 20 et 30 entreprises.

3. Conclusion

À travers l'analyse de données individuelles d'entreprises originales, ce travail nous a permis d'étudier les déterminants structurels des différents degrés d'utilisation des équipements (TU et DUE), ainsi que les relations existantes entre l'investissement productif et le recours au travail posté.

Concernant ces dernières, il semblerait qu'une logique de complémentarité soit la règle. L'entrepreneur utilise de manière simultanée l'investissement et la variation de la DUE dans le but d'atteindre la capacité de production désirée. En revanche, un effet de substitution au détriment de l'investissement apparaît dès lors que l'entreprise juge sa situation financière insuffisamment bonne. Il y a alors « économie de capital » au sens strict. Autrement dit, en présence de contraintes financières, une substitution statique précède une complémentarité dynamique.

En fait, alors que la décision d'investir est à relier à la situation financière de l'entreprise, celle d'accroissement de la durée d'utilisation des équipements s'inscrit, comme le soulignent Boulin J.-Y. et Taddei D. [1989] « dans une perspective d'augmentation des débouchés, que celle-ci résulte de l'accroissement constaté de la demande globale ou d'un mouvement de concentration de celle-ci sur les activités maintenues ».

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

A. Abou, G. Cette, J. Mairesse, « Degrés d'utilisation des facteurs et productivité : une étude sur données d'entreprise », *Les Cahiers économiques et monétaires*, n° 35, 1990.

C. Afssa et O. Marchand, « Temps de travail : uniformisation ou éclatement ? », *Économie et statistique*, n° 231, avril 1990.

D. Anxo, « Évolution de la durée d'utilisation des équipements entre 1968 et 1988 : le cas Suédois », Gothenburg University, Department of Economics, Göteborg, Suède, 1989.

D. Anxo, G. Bosch, D. Bosworth, G. Cette, T. Sterner. et D. Taddei, « Comparaison of Work Patterns and Capital Operating Time », Kluwer Academic Publishers B.V, 1994.

H. Bertrand, « Quelques réflexions sur l'évolution économique en France et à l'étranger – productivité, rentabilité, conditions de travail », Direction de la Prévision, *Statistiques et Études Financières* (Série Orange), n° 25, 1976.

C. Bloch-London et O. Marchand, « Les enjeux de la durée du travail », *Économie et Statistique*, n° 231, avril, 1990.

J.-Y. Boulin, « Durée et organisation du temps de travail en Europe », *Travail et Emploi*, n° 42, 1989.

J.-Y. Boulin et D. Taddei, « Les accords de réduction-réorganisation du temps de travail : négociations et conséquences économiques », *Travail et Emploi*, n° 40, 1989.

D. Bourlange, G. Cette, G. Kremer et D. Taddei, « Les principales relations entre les degrés d'utilisation des facteurs de production », *Économie et Statistique*, n° 231, avril 1990.

G. Cette, « Recours au travail posté et caractéristiques des entreprises », *Économie et Prévision*, n° 87, 1989.

G. Cette, « Durée d'utilisation des équipements : l'inversion d'une tendance longue », *Économie et Statistique*, n° 231, avril 1990.

G. Cette, G. Kremer et M.-C. Meyling, « La durée d'utilisation des équipements : résultats de l'enquête Banque de France de septembre 1989 », Banque de France, note ronéotée, avril 1990.

G. Cette, C. Godin et M.-C. Meyling, « La durée d'utilisation des équipements : résultats de l'enquête Banque de France de septembre 1990 », Banque de France, note ronéotée, juin 1991.

G. Cette, et D. Taddei, « Temps de travail, modes d'emploi : vers la semaine de quatre jours ? », Éditions La découverte, série économie, 1994.

G. Chamberlain, « Panel Data » in *Handbook of Econometrics*, p. 1247-1318 (chapitre 22), volume II, édité par Z. Griliches et M. D. Intriligator, Amsterdam North Holland, 1984.

S. Cueva, « Demande de facteurs, Durée d'utilisation et concurrence monopolistique », Document de travail GREFI, n° 1994-4, avril 1994.

S. Cueva, M. Rubinstein, D. Taddei et X. Timbeau, « Modèle dynamique de production avec degrés d'utilisation : analyse théorique et économétrique », Document de travail GREFI, n° 1993-1, avril 1993.

F. Deladande, « Effectifs et durée du travail des salariés en équipes successives en 1981 et 1982 », Ministère du Travail, *Travail et Emploi*, n° 25, septembre 1985.

B. Dormont, « Introduction à l'économétrie des données de panel ; théorie et applications à des échantillons d'entreprises », Monographies d'économétrie, ADRES, 1989-a.

B. Dormont, « Petite apologie des données de panel », *Économie et Prévision*, n° 87, 1989-b.

D. Frayssinet, « La durée annuelle du travail en 1981 et 1982 – Premiers résultats », Ministère du Travail, Dossiers statistiques du travail et de l'emploi, n° 9, novembre 1985.

E. Heyer, « Tensions sur l'appareil productif, degrés d'utilisation des équipements et comportement d'investissement », Rapport de stage, Direction générale des Études, Banque de France, 1995.

D. Taddei, « Des machines et des hommes : pour l'emploi par une meilleure utilisation des équipements », rapport au Premier ministre, La Documentation Française, 1986.

D. Taddei, « Le temps de l'emploi », Hachette, 1988.

EFFETS-REVENU D'UNE VARIATION DES TAUX D'INTÉRÊT

On cherche, à partir d'une désagrégation aussi précise que possible des encours de dettes et de créances des agents non financiers (ménages, sociétés et administrations publiques) calculés à une période donnée (1993), à chiffrer *l'impact des variations de taux marginaux sur les taux apparents et donc sur le revenu des agents.*

BRUNO LONGET

*Direction des Études économiques et de la Recherche
Service d'Études macro-économiques sur la France*

■ Les encours sont d'abord regroupés en fonction de conditions de rémunération homogènes puis on reconstitue les intérêts reçus et versés (au sens de la comptabilité nationale) ainsi que les dividendes reçus sur les titres d'OPCVM. Enfin, les effets des variations de taux sur le revenu sont évalués à structure de patrimoine constante, à activité économique inchangée et en ignorant les effets de richesse.

■ Cette étude montre également, en s'appuyant notamment sur les travaux d'enquêtes de la Banque de la France, que *l'influence des taux de marché* sur le compte des agents (sociétés et quasi-sociétés en particulier) a augmenté, ce qui ne signifie pas d'ailleurs que le rôle respectif des taux à court terme et des taux à long terme soit indifférent.

■ Elle permet de mieux cerner l'impact des variations de taux sur le revenu des agents. Ainsi, *à court terme*, les effets-revenu nets liés à l'augmentation d'un point de l'ensemble des taux de référence sont négatifs tant pour les sociétés (– 13 milliards de francs

environ) que pour les administrations publiques (– 7 milliards) en raison de la forte hausse des flux d'intérêts que ces agents sont amenés à verser. En revanche, les ménages voient leurs revenus financiers croître (de 36 milliards de francs environ) essentiellement sous l'effet de la forte augmentation des flux liés aux placements à taux réglementés et des dividendes reçus sur les titres d'OPCVM. *À plus long terme*, un choc entretenu d'un point sur les taux de référence se traduit pour certains agents par des effets-revenu négatifs. La dégradation potentielle est très marquée pour les sociétés (– 30 milliards de francs) et les administrations publiques (– 24 milliards). En revanche, les ménages sont encore très largement bénéficiaires (+ 21 milliards) malgré l'alourdissement des charges liées à l'endettement à caractère immobilier.

Une variation des taux d'intérêt se traduit schématiquement par les effets suivants :

- un *effet de substitution* entre actifs réels et financiers, les agents étant incités à redéfinir le partage de leur revenu entre épargne et investissement ;
- un *effet-ricesse* : la relation inverse entre le taux d'intérêt et le prix des titres a pour conséquence de faire varier la valeur des patrimoines ;
- un *effet-revenu* en liaison avec la fluctuation des revenus du capital, ceux-ci constituant une composante non négligeable du revenu disponible des agents.

C'est ce dernier point qui retiendra ici notre attention. On tentera de répondre dans cette étude à un problème plus difficile à résoudre empiriquement que conceptuellement. Parmi tous les mécanismes de transmission de la politique monétaire, celui qui est peut-être le moins discuté au plan des principes est l'effet-revenu. Une fluctuation des taux d'intérêt modifie les flux d'intérêts reçus et versés par les agents et, ce faisant, modifie leur revenu et la valeur courante de leur richesse. Ces deux variables influencent ensuite les comportements des agents selon les enseignements de la théorie. Les flux d'intérêts représentent une fraction importante des emplois et ressources des agents. Leur impact en termes de revenus est largement pris en compte dans la plupart des modèles macro-économiques .

Au plan empirique, les choses sont néanmoins difficiles à cerner : si l'on s'attache aux seuls taux d'intérêt marginaux, qui sont les taux affichés, on n'observe pas directement les taux moyens ou apparents. Or, ces derniers sont indispensables pour déduire les flux d'intérêts versés et reçus, sauf à connaître précisément la structure des positions financières en sorte que l'on puisse leur appliquer l'ensemble des taux marginaux présents et passés comptant encore dans la détermination des flux courants d'intérêts.

La structure du patrimoine financier des agents non financiers met en évidence l'influence prépondérante des taux variables indexés sur les taux de marché au détriment des taux réglementés. Cette évolution, entamée dans le courant des années quatre-vingt, est d'abord liée à la place croissante des marchés de capitaux dans le financement des agents. Néanmoins, on n'en est pas encore à pouvoir considérer que toute position financière est affectée d'un taux variable, formé à partir de ou directement dépendant d'un taux de marché.

On cherche d'abord dans cette étude à évaluer les flux d'intérêts des différents agents non financiers en désagrégeant le plus finement possible leurs encours de dettes et de créances. Pour ce faire, on s'est appuyé sur trois types d'information disponibles.

- Les *travaux d'enquête* menés à la Banque de France, ceux relatifs à la ventilation des crédits en fonction du type de rémunération (service des Analyses et Statistiques monétaires), et ceux concernant le coût du crédit aux entreprises et aux particuliers (direction de la Conjoncture).

- Les *analyses récentes* du service des Études et Statistiques sur les opérations financières (SESOF) sur l'impact d'une variation des taux d'intérêt sur les comptes des agents non financiers (T. Grunspan [1995] en particulier). *Les conclusions de la présente étude pour l'horizon de court terme sont en ligne avec ces travaux. Les différences sont peu significatives pour les sociétés et les administrations publiques. Elles sont plus importantes pour les ménages parce que la présente étude, à l'inverse des travaux du SESOF, prend en compte l'impact d'une variation des taux réglementés.*

- Enfin les *travaux économétriques* sur la modélisation des flux d'intérêts réalisés au service des Études macro-économiques sur la France.

L'architecture comptable du modèle financier de la Banque de France, Mefisto, assise sur les tableaux d'opérations financières (TOF) trimestriels et sur la méthodologie des comptes nationaux, a constitué le cadre d'analyse de notre étude. Les encours d'actifs et de passifs ainsi que les taux d'intérêt retenus dans la situation de référence sont extraits des TOF du quatrième trimestre 1993.

Les travaux réalisés doivent être appréhendés comme une « photographie ». Ils permettent néanmoins, à partir d'encours donnés, de mesurer les effets de telle ou telle variation de taux. Les effets de structure liés à d'éventuelles réallocations de portefeuille ne sont pas pris en compte. Le comportement de placement des agents n'est pas modifié par la variation du prix des actifs qu'ils détiennent. De même, ne sont pas abordés les effets plus indirects des variations de revenus sur les comportements de consommation ou d'investissement *via* les fluctuations du revenu disponible. Ces effets supplémentaires ont fait l'objet d'études détaillées par ailleurs, utilisant à la fois le modèle réel de la Banque de France et Mefisto (J. Cordier [1993], M. Boutillier et J. Cordier [1994], J.-P. Villette [1994], J. Cordier et R. Ricart [1995]).

L'approche retenue ici complète les travaux déjà réalisés sur l'évaluation des effets-revenu des variations de taux d'intérêt (V. Oheix [1992], B. Longet [1992], J. Cordier [1993] et T. Grunspan [1995]) et tente d'en faire la synthèse.

La suite de l'étude s'organise ainsi.

Une ventilation du patrimoine financier et de l'endettement des agents en fonction du type de rémunération est opérée en premier lieu (cf. 1.). Cette approche nous permet ensuite de reconstituer les flux d'intérêts (cf. 2.). On peut dès lors tenter de mesurer les effets sur le revenu d'une hausse d'un point des taux au cours de la première année (cf. 3.). On se propose enfin d'analyser l'impact à long terme sur le revenu permanent d'une hausse entretenue des taux d'un point (cf. 4.).

1. Ventilation du patrimoine des agents par type de rémunération

On part du cadre comptable du modèle financier de la Banque de France, Mefisto. Les données utilisées dans nos travaux sont celles du quatrième trimestre 1993 telles qu'elles ressortent des tableaux d'opérations financières (TOF) trimestriels.

Tableau 1

RAPPEL SUR LES MARCHÉS DE CAPITAUX DANS MEFISTO	
Type de produit	Contenu
M1 et réserves obligatoires (RBD)	Monnaies, billets, dépôts à vue
Actifs à taux réglementés (LIV)	Livrets, épargne-logement
Marché interbancaire (MIF)	Avoirs et engagements entre intermédiaires
Marché monétaire (MMF)	Titres du marché monétaire, titres d'OPCVM de court terme, dépôts à terme
Obligations (OFR)	Obligations et euro-obligations en francs
Actions et participations (ACT)	Actions cotées, non cotées, participations en francs et autres OPCVM
Réserves techniques d'assurance (RTA)	Réserve technique d'assurance et plans d'épargne populaire (PEP), assurances et banques
Crédits (CRF)	Tous crédits aux agents non financiers (ANF) en francs
Autres concours en francs (ACO)	Prêts et crédits commerciaux
Actifs en devises (ETR)	Toutes opérations et titres en devises
Terme ferme sur devises (TER)	Position à terme ferme sur les devises

On examine le passif des agents non financiers (endettement) et leur actif hors disponibilités monétaires non rémunérées, hors plans d'épargne populaire et hors actions. Les composantes en devises des actifs et passifs sont également exclues, même si celles-ci peuvent représenter des encours importants en particulier au passif des administrations publiques et à l'actif des sociétés et quasi-sociétés. On considère en effet que les taux d'intérêt auxquels sont rémunérés ces encours sont exogènes. En conséquence, les flux de revenus qui y sont liés ne sont pas affectés dans ce scénario.

Pour les trois agents considérés — ménages, sociétés et administrations publiques —, on analyse dans les tableaux ci-après la structure de leurs actifs et de leurs passifs par type de rémunération compte tenu des restrictions indiquées plus haut. Les commentaires portent sur les principales hypothèses retenues et les principaux résultats.

1.1. Les ménages

1.1.1. L'actif

L'actif des ménages — y compris entrepreneurs individuels —, pris en considération ici, s'élève à 4 961 milliards de francs ; sa structure est relativement bien appréhendée.

Près du quart de l'encours est à taux réglementé (placements à vue et épargne contractuelle y compris PEP bancaires). La rémunération retenue pour cette partie de l'actif est celle du livret A, augmentée toutefois d'un point et demi pour l'épargne contractuelle. S'agissant du poste « obligations », on considère qu'en moyenne 10 % du stock est renouvelé au bout d'un an. Cette part se voit dès lors appliquer le taux long courant.

On a en outre considéré que l'intégralité de l'encours de *titres d'OPCVM de court terme* (plus de 700 milliards de francs) est rémunéré au taux du marché monétaire courant. L'encours de *titres d'OPCVM de long terme* (1 065 milliards de francs) est, lui, rémunéré au taux des emprunts d'État.

Globalement, *l'actif des ménages apparaît a priori modérément sensible à une variation des taux de marché. À peine un tiers du portefeuille est directement affecté à court terme.* Les encours influencés à court terme par un mouvement sur les taux longs sont somme toute peu importants (environ 130 milliards de francs). En revanche, l'impact d'une variation des taux courts français apparaît plus substantiel en raison du portefeuille de titres d'OPVCM de court terme et de la part de l'actif renouvelée (1 064 milliards de francs au total pour ces deux composantes).

1.1.2. Le passif

Une première distinction est opérée entre « crédits en francs » et « autres concours en francs ». À l'intérieur des « crédits en francs », sont isolés les « crédits à l'habitat » des « autres crédits » avec, pour chaque type d'encours, la partie renouvelée au bout d'un an et le stock non échu. Les enquêtes disponibles ne permettent pas de prendre l'exacte mesure des conditions de rémunération du passif.

Seul un quart de l'encours est immédiatement affecté à court terme par les variations de taux (à peine plus de 760 milliards de francs sur 2 923 milliards). En effet, les crédits contractés à taux fixe sont largement prépondérants (plus de 84 %) ; en outre, leur renouvellement est assez faible au bout d'un an. Ces éléments seraient évidemment susceptibles de varier si une forte reprise des crédits de trésorerie devait avoir lieu. La sensibilité à court terme du passif des ménages aux mouvements de taux s'en trouverait dès lors accrue. Toutefois, la structure du patrimoine net des ménages est relativement inerte et les comportements de placement et d'endettement n'évoluent généralement que sur le moyen terme.

Par ailleurs, le poids des crédits à l'habitat dans le total est déterminant (plus de 1 600 milliards de francs) et ceux-ci, majoritairement à taux fixe et peu renouvelés au bout d'un an, sont finalement assez peu affectés par les mouvements de taux dans le court terme. La part des crédits à l'habitat à taux bonifiés — prêts conventionnés, prêts d'accèsion à la propriété (PAP), etc. —, qui fait baisser substantiellement le taux apparent de la dette, a été isolée.

Tableau 2

CLÉS DE PARTAGE RETENUES POUR LES MÉNAGES			
	<i>(en pourcentage)</i>		
	Structure du passif	Structure des crédits accordés par les établissements de crédit	Structure de l'actif
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0
ENCOURS À TAUX FIXE NON RENOUVELÉ DANS L'ANNÉE	73,9	69,2	59,4
à TBB.....	15,9	18,8	—
à TMMF.....	11,4	—	3,5
à TOFR	46,6	50,4	33,2
à taux réglementés.....	—	—	22,7
ENCOURS À TAUX FIXE RENOUVELÉ DANS L'ANNÉE	10,5	12,4	26,0
à TOFR	6,9	8,1	1,2
à TMMF.....	—	—	6,6
à TBB.....	3,6	4,3	—
à taux réglementés.....	—	—	18,2
ENCOURS À TAUX VARIABLE	15,6	18,4	14,6
à TBB.....	3,9	4,6	—
à TMMF.....	7,4	8,7	14,6
à TOFR	4,3	5,1	—
Source : TOF trimestriels à fin 1993			

1.2. Les sociétés

1.2.1. L'actif

L'actif sous revue des sociétés et quasi-sociétés (SQS), soit près de 836 milliards de francs, est ventilé schématiquement en deux types de créances : « obligations » et « actifs rémunérés au taux du marché monétaire » (titres de créances négociables, placements à échéance ou refinancements).

Les encours de titres d'OPCVM de court terme et de long terme détenus par les SQS s'élèvent respectivement à 300 milliards de francs et 104 milliards à la fin de l'année 1993. Comme pour les autres agents, les premiers ont été rattachés au taux du marché monétaire courant, les seconds au taux des emprunts d'État.

1.2.2. Le passif

L'endettement en francs des SQS auprès des établissements de crédit (3 082 milliards de francs) est désagrégué en « crédits à l'habitat » et « autres types de crédits » (trésorerie, exportation, investissement et autres). Ce dernier type d'endettement présente la particularité d'être en grande partie réalisé à taux variable (56 %) largement indexé sur le taux du marché monétaire. Ces caractéristiques rendent le secteur des SQS relativement sensible à la variation des taux d'intérêt même si des délais d'ajustement des taux débiteurs effectivement pratiqués existent.

L'autre partie du passif (823 milliards de francs) est essentiellement composée des obligations émises par les sociétés référencées aux taux longs, et marginalement des dettes rémunérées aux taux courts (billets de trésorerie).

Tableau 3

CLÉS DE PARTAGE RETENUES POUR LES SOCIÉTÉS ET QUASI-SOCIÉTÉS			
	Structure du passif	Structure des crédits accordés par les établissements de crédit	Structure de l'actif
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0
ENCOURS À TAUX FIXE NON RENOUVELÉ DANS L'ANNÉE	50,8	39,2	61,4
à TBB.....	3,5	4,4	–
à TMMF.....	4,9	–	39,9
à TOFR	42,4	34,8	21,5
ENCOURS À TAUX FIXE RENOUVELÉ DANS L'ANNÉE	5,3	5,0	2,7
à TOFR	5,0	4,6	1,0
à TMMF.....	–	–	1,7
à TBB.....	0,3	0,4	–
ENCOURS À TAUX VARIABLE	44,0	55,7	35,9
à TBB.....	9,2	11,6	–
à TMMF.....	28,8	36,5	35,9
à TOFR	6,0	7,6	–
Source : TOF trimestriels à fin 1993			

1.3. Les administrations publiques

1.3.1. L'actif

Le portefeuille sous revue des administrations publiques produisant intérêts et dividendes est peu important (633 milliards de francs). Il est réparti entre « obligations », « actifs rémunérés au taux du marché monétaire » et « prêts ». « Les actifs nets négociés sur le marché interbancaire » et « les prêts commerciaux à long terme » sont en outre pris en compte. *La majeure partie de cet encours n'est pas affectée par une variation des taux d'intérêt* dans la mesure où il est peu renouvelé d'une année à l'autre.

1.3.2. Le passif

Le passif du secteur (3 126 milliards de francs à la fin de 1993) est en revanche beaucoup plus sensible aux mouvements de taux. La fraction de la dette publique renouvelée est en effet significative. Une partie de l'encours obligataire (environ 7 %) est à taux variable. De plus, la politique des pouvoirs publics en matière de gestion du passif tend à en modifier la structure. Enfin, l'accroissement du besoin de financement est particulièrement marqué sur l'année 1993. S'agissant des obligations, 20 % de l'encours est directement soumis au taux long courant, ce pourcentage correspondant soit à l'accroissement du stock de dettes, soit à sa partie renouvelée au bout d'un an.

Tableau 4

CLÉS DE PARTAGE RETENUES POUR LES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES		
	Structure du passif	Structure de l'actif
TOTAL	100,0	100,0
ENCOURS À TAUX FIXE NON RENOUVELÉ DANS L'ANNÉE	74,4	96,2
à TMMF.....	16,4	20,6
à TOFR.....	58,0	71,9
ENCOURS À TAUX FIXE RENOUVELÉ DANS L'ANNÉE	22,1	3,0
à TOFR.....	12,4	3,0
à TMMF.....	9,6	—
ENCOURS À TAUX VARIABLE	3,5	3,8
à TOFR.....	3,5	—
à TMMF.....	—	3,8

Source : TOF trimestriels à fin 1993

2. Reconstitution des flux d'intérêts annuels et des dividendes reçus sur titres d'OPCVM

À l'aide de ces ventilations, il est possible de reconstituer les flux d'intérêts versés et reçus par les agents. Chacune des lignes d'encours a été référencée à un taux représentatif, déjà disponible dans Mefisto.

Dans la plupart des cas, on a recouru à un lissage des taux afin de tenir compte des différences de maturité des crédits et des titres de dettes¹. L'utilisation du lissage permet ainsi de prendre en considération les conditions de rémunération pratiquées dans le passé. Seuls des lissages linéaires ont été pratiqués. Par cette technique, on accorde un poids décroissant au passé. On trouvera en annexe les taux ainsi que les lissages retenus pour cet exercice. La validité des lissages et des taux retenus peut être appréciée à l'aide des taux apparents recalculés pour chacune des lignes (flux d'intérêts/encours).

Une description plus fine du passé et du comportement des agents par type d'encours à l'aide de lissages de type exponentiel² pourrait donner lieu à des travaux ultérieurs.

Enfin, les taux ainsi lissés ont été affectés d'un coefficient pour les postes du passif. Il s'agit de prendre en considération la marge prélevée par les établissements de crédit.

Le tableau 7 fournit les résultats des évaluations réalisées pour les seuls flux d'intérêt.

Tableau 5

ESTIMATIONS DES FLUX D'INTÉRÊTS		
<i>(en milliards de francs)</i>		
	Montants	
	versés	
	reçus.....	
	solde.....	
Ménages		
	versés	268,4
	reçus.....	197,9
	solde.....	-70,4
Sociétés		
	versés	357,8
	reçus.....	36,5
	solde.....	-321,3
Administrations publiques		
	versés	253,0
	reçus.....	31,4
	solde.....	-217,0

¹ Cf. annexe : « Précisions méthodologiques »

² Les taux sont alors affectés d'un coefficient qui détermine le poids accordé à la période courante.

3. Impact au cours de la première année d'une augmentation permanente de 1 point de l'ensemble des taux d'intérêt

On a mesuré l'impact sur le revenu des agents d'une hausse de 1 point des taux d'intérêt suivant :

- taux du marché monétaire au jour le jour (TMMF)
- taux de rendement des emprunts d'État à long terme (TOFR)
- taux des découverts accordés aux sociétés (TDES)
- taux de base bancaire (TBB)
- taux du livret A (TLIV)

La structure des taux n'est pas modifiée. Cette hypothèse est simplificatrice car les taux réglementés et le taux de base bancaire ne réagissent pas instantanément à une variation des taux de marché. Les évaluations figurent dans le tableau 6. Elles ne valent que pour l'année 1994.

Le mouvement à la hausse des taux se traduit logiquement par une *augmentation des revenus du capital pour les agents dont l'actif produisant intérêts et dividendes excède le passif. Les flux d'intérêts versés pèsent plus fortement en revanche pour les autres agents*. La composition du patrimoine des administrations publiques et des SQS favorise une dégradation de leur compte financier. Seuls les ménages connaissent une amélioration de leur revenu financier.

Tableau 6

EFFETS-REVENU D'UNE HAUSSE DES TAUX AU COURS DE LA PREMIÈRE ANNÉE (+ 1 POINT AU 4^e TRIMESTRE 1993) (a)			
<i>(en milliards de francs)</i>			
	Ménages	Sociétés	Administrations publiques
Intérêts et dividendes sur OPCVM reçus (A)	43,2	8,4	2,5
Intérêts versés (B)	7,6	21,3	9,7
Solde (A – B)	35,6	-12,9	-7,2
(a) Ces effets-revenu correspondent à des transferts entre agents. Le total de chaque ligne est soldé sur les deux agents non représentés dans le tableau : les institutions financières et administrations privées et le reste du monde.			
Source : Évaluations réalisées à partir des TOF trimestriels à fin 1993			

3.1. Les ménages

À court terme, les ménages sont très nettement bénéficiaires (de 35 milliards de francs). Les intérêts reçus croissent de plus de 24 milliards de francs en liaison avec la progression des revenus des placements à des taux réglementés (livrets et épargne contractuelle) qui est à elle seule de plus de 20 milliards de francs. En outre, 19 milliards de francs sont perçus par les ménages au titre des dividendes sur titres d'OPCVM. Cet impact favorable n'est que très partiellement atténué par le renchérissement du coût des crédits (sur la partie renouvelée ou indexée) qui conduit à un accroissement des intérêts versés de près de 8 milliards de francs.

Au total, une telle augmentation des revenus du capital a un *impact modéré sur le compte des ménages*. La progression du revenu disponible brut du secteur (4 978 milliards de francs pour la période considérée) est de 0,70 %, toutes choses égales par ailleurs. Les conséquences sur la consommation sont certainement atténuées dans la mesure où la propension à consommer les revenus du capital est plus faible que pour les revenus du travail. Il faut également noter qu'une partie de ces revenus n'est pas distribuée mais capitalisée.

3.2. Les sociétés

Le solde des intérêts et dividendes des sociétés est nettement dégradé à court terme (près de 13 milliards de francs) en raison de la très nette augmentation des flux d'intérêts versés, particulièrement sur le passif référencé au taux du marché monétaire (+ 13 milliards de francs avec un encours de 1 316 milliards de francs). Ce surcoût est significatif puisqu'il représente 1,1 % de l'excédent brut d'exploitation (1 200 milliards de francs). Ce point confirme donc l'importance de l'endettement à taux variable pour le secteur des SQS. En second lieu, la fraction du passif à taux long — celle consacrée en priorité au financement de l'investissement — est élevée ; l'impact est de 5 milliards de francs pour une variation de taux de 1 point. Les intérêts et dividendes reçus progressent de 8 milliards de francs, l'essentiel de l'actif étant référencé à taux fixe et peu renouvelé au bout d'un an.

Cette approche mérite cependant d'être nuancée. En effet, on doit tenir compte de l'inégalité existante au sein du secteur des sociétés et quasi-sociétés dans l'accès aux moyens de financement (marchés ou crédits). Le recours à des taux variables est généralement fonction de la taille de l'entreprise, de sa situation financière et du secteur d'activité. Ainsi, les crédits aux PME d'un montant peu élevé sont plus communément octroyés à taux fixe. Les entreprises de taille modeste sont moins affectées à court terme par la variation des taux. À plus long terme, elles sont probablement plus touchées en raison du renchérissement du crédit et de la difficulté pour accéder à des moyens de financement moins onéreux (recours aux marchés de capitaux, limitation des possibilités de négociation face aux créanciers, par exemple).

3.3. Les administrations publiques

Les administrations publiques subissent une dégradation de leur compte financier en termes nets de 7 milliards de francs. En effet, l'augmentation de près de 10 milliards de francs (5 milliards pour les seuls encours référencés aux taux longs) des intérêts versés n'est pas compensée par l'accroissement simultané des revenus financiers (de 2,5 milliards).

Les caractéristiques de la dette publique (part négociable importante) et les forts besoins de financement apparus durant la période qui ont conduit au renouvellement et à l'accroissement du stock de dettes expliquent la forte sensibilité du compte des administrations aux mouvements de taux. Par conséquent, la hausse des frais financiers vient réduire la marge de manœuvre des pouvoirs publics dans la gestion de la dépense publique.

4. Effets potentiels à long terme d'un choc entretenu de 1 point sur les taux d'intérêt

On cherche à chiffrer les effets potentiels d'un choc entretenu sur les taux d'intérêt. Plus précisément, il s'agit ici de mesurer *quels peuvent être les revenus annuels à long terme des agents et ce à structure de patrimoine inchangée*.

Les résultats obtenus ne peuvent prétendre refléter un impact « *ex post* » car les comportements de placement et d'endettement des agents ne manqueraient pas d'évoluer du fait de la nouvelle grille de taux.

L'impact d'un choc sur les taux est croissant au fur et à mesure que les agents renouvellent leurs emprunts ou leurs actifs. Aussi, dans une perspective de long terme, a-t-on considéré par convention que les encours nets étaient dans leur totalité affectés par un relèvement permanent des taux de 1 point. Les chiffrages interviennent au bout de 20 ans, délai après lequel la quasi-totalité des financements — investissement en logement des ménages en particulier — et des placements sont renouvelés. Les effets sont retracés pour chacun des agents dans les tableaux 7 et 8.

4.1. Les ménages

Le gain significatif réalisé par les ménages à court terme (36 milliards de francs) est très atténué à long terme. À un horizon plus lointain, *le gain réalisé par les ménages n'est plus que de 21 milliards de francs*. En effet, la part prépondérante de l'endettement à caractère immobilier (1 600 milliards de francs) génère à elle seule un surcoût en termes d'intérêts de 16 milliards de francs sur longue période. On rappelle qu'on ne tient pas compte des autres effets induits par la hausse des taux qui ne manqueraient pas de se produire (effet richesse négatif, impact récessif sur l'investissement en logement des ménages...).

4.2. Les sociétés

Les conséquences les plus marquées concernent les sociétés puisque, « toutes choses égales par ailleurs », *les charges nettes d'intérêts croissent de plus de 30 milliards de francs*. L'effet de structure négatif lié au poids de l'endettement (passif supérieur à 3 900 milliards de francs) n'est pas compensé par les gains opérés sur l'actif (patrimoine de 836 milliards de francs).

4.3. Les administrations publiques

Comme les sociétés, les administrations publiques ont une position de débiteur net. *Leurs charges financières nettes devraient augmenter potentiellement de plus de 24 milliards de francs*. Ce chiffrage est évidemment simplificateur. En effet, la structure du passif connaîtrait des modifications substantielles à terme en raison de l'évolution des besoins de financements du secteur et de la mise en place d'une politique de gestion de la dette plus adaptée à la nouvelle grille de taux.

Tableau 7

IMPACT À LONG TERME D'UNE HAUSSE DE 1 POINT DES TAUX D'INTÉRÊT (+ 1 POINT AU 4^e TRIMESTRE 1993) (a)			
<i>(en milliards de francs)</i>			
	Ménages	Sociétés	Administrations publiques
Impact à long terme.....	21,1	- 30,1	- 24,4
(a) Ces effets-revenu correspondent à des transferts entre agents. Le total de chaque ligne est soldé sur les deux agents non représentés dans le tableau : les institutions financières et administrations privées et le reste du monde. Par ailleurs, on convient que la totalité des encours est renouvelée au bout de 20 ans. L'effet à long terme correspond à une hausse de 1 point des taux moyens, toutes choses égales par ailleurs.			

Tableau 8

EFFETS-REVENUS D'UNE MODIFICATION DE LA GRILLE DES TAUX : HAUSSE PERMANENTE DE 1 POINT DES TAUX MARGINAUX AU 4^e TRIMESTRE 1993 (a)			
<i>(en milliards de francs)</i>			
	Ménages	Sociétés	Administrations publiques
Effets au bout d'un an	35,6	-13,0	-7,2
Effets à long terme	21,1	-30,1	-24,4
(a) Ces effets-revenu correspondent à des transferts entre agents. Le total de chaque ligne est soldé sur les deux agents non représentés dans le tableau : les institutions financières et administrations privées et le reste du monde. Par ailleurs, on convient que la totalité des encours est renouvelée au bout de 20 ans. L'effet à long terme correspond à une hausse de 1 point des taux moyens, toutes choses égales par ailleurs.			

BIBLIOGRAPHIE

J.-P. Barillas, « La sensibilité des bilans bancaires aux modifications des taux de référence », rapport du Conseil national du crédit, 1993.

J. Cordier, « Effets économiques de la baisse des taux », *Bulletin mensuel de la Banque de France*, août 1993.

J. Cordier, R. Ricart, « Monetary Policy Transmission Channels in France : an Evaluation Using the Bank of France's Model, Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism », BIS, Bâle.

T. Cusson, « Taux d'intérêt et comptes des entreprises », *Bulletin trimestriel de la Banque de France*, décembre 1991.

T. Cusson, « Variations des taux monétaires et compte des sociétés », *Bulletin mensuel de la Banque de France*, janvier 1992.

T. Cusson, « Impact d'une baisse d'un point des taux d'intérêt », *Bulletin mensuel de la Banque de France*, juin 1993.

T. Grunspan, « Le rôle respectif des taux à court terme et des taux à long terme dans le financement de l'économie », *Bulletin de la Banque de France*, août 1995.

L. Hen, « Évolution des flux d'intérêts des agents non financiers », rapport du Conseil national du crédit, 1993.

V. Oheix, « L'intégration monétaire et financière : le cas des effets-revenu des taux d'intérêt », rapport de stage SEMEF, octobre 1992.

PRÉCISIONS MÉTHODOLOGIQUES

1.1. Taux d'intérêt de référence

On a cherché à distinguer pour chaque type d'encours la partie renouvelée en un an, le stock restant n'étant pas directement influencé à court terme par le mouvement sur les taux.

Les taux d'intérêt qui ont été retenus sont des variables du modèle financier de la Banque de France. Ce sont :

- le taux du marché monétaire au jour le jour (*TMMF*),
- le taux de base bancaire (*TBB*),
- le taux débiteur des SQS (*TDES*),
- le taux des emprunts d'État à long terme (*TOFR*),
- le taux du livret A (*TLIV*).

Tous les encours ont été référencés à l'un de ces cinq taux représentatifs.

1.2. Lissages

Les taux moyens ont parfois été reconstitués à l'aide de lissages des taux marginaux observés. On a estimé, à partir des TOF, une durée de vie moyenne des encours de dettes et de créances. Le lissage est d'autant plus fort que cette durée de vie est importante. L'écart entre un taux lissé et un taux non lissé peut ainsi dépasser trois points.

Les durées de vie moyenne estimées et les principaux lissages de taux retenus sont les suivants :

– absence de lissage pour les encours indexés à des taux variables ou les titres d'OPCVM à court terme inscrits à l'actif,

– 1 an et demi pour les bons des établissements de crédit détenus par les ménages (taux court lissé sur 6 trimestres),

– 2 ans pour les crédits de trésorerie des particuliers (taux de base bancaire lissé sur 8 trimestres),

– 7 ans pour les obligations détenues par les ménages (taux long lissé sur 28 trimestres),

– 10 ans pour les crédits immobiliers des ménages (taux long lissé sur 40 trimestres),

– 15 ans pour les investissements réalisés par les sociétés (taux long lissé sur 60 trimestres).

Les taux ainsi calculés, lissés ou non, sont appliqués aux encours.

1.3. Évaluation des marges

Au passif, les taux sont généralement augmentés d'une « marge » moyenne prélevée par les établissements de crédit. La marge correspond à l'écart moyen entre les taux du modèle et les taux figurant dans les enquêtes de la Banque de France sur le coût du crédit aux entreprises et aux particuliers.

La « marge » est évidemment inexistante pour les postes de l'actif des agents non financiers, voire négative pour les emprunts contractés à des conditions particulièrement favorables (prêts commerciaux à long terme consentis par les administrations publiques, crédits à l'habitat des ménages relevant de procédures bonifiées par exemple).

On a ainsi finalement :

$$\text{Flux d'intérêts} = (\text{Taux [lissé ou non]} + \text{marge}) * \text{encours}$$